

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

DU
MARCHÉ LIBRE

DANS LES BOURSES D'EFFETS PUBLICS
ET AUTRES VALEURS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Vendredi 31 Mai 1907

PAR

Emile PONS

Président : M. BEAUREGARD, *professeur.*
Suffragants { MM. CHAVEGRIN, *professeur.*
 HITIER, *professeur.*

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU RECUEIL J.-B. SIREY ET DU JOURNAL DU PALAIS

Ancienne Maison L. LAROSE & FORCEL

22, Rue Soufflot, PARIS, 5^e Arr^t.

L. LAROSE & L. TENIN, Directeurs

1907

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

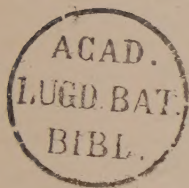
DU

MARCHÉ LIBRE

DANS LES BOURSES D'EFFETS PUBLICS
ET AUTRES VALEURS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le Vendredi 31 Mai 1907



PAR

Emile PONS

Président : M. BEAUREGARD, *professeur.*
Suffragants { *MM. CHAVEGRIN, professeur.*
HITIER, professeur.

LIBRAIRIE

DE LA SOCIÉTÉ DU RECUEIL J.-B. SIREY ET DU JOURNAL DU PALAIS

Ancienne Maison L. LAROSE & FORCEL

22, Rue Soufflot, PARIS, 5^e Arr^t.

L. LAROSE & L. TENIN, Directeurs

1907

**La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation
aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être consi-
dérées comme propres à leurs auteurs.**

INTRODUCTION

Les questions qui se rattachent à l'organisation des Bourses d'effets publics et autres valeurs soulèvent des problèmes d'autant plus intéressants que le marché financier constitue un des rouages essentiels de la vie économique, d'autant plus grave que son fonctionnement affecte le crédit public et exerce par conséquent une action prépondérante sur l'avenir et les destinées du pays. Pour les apprécier sainement, il est indispensable d'envisager le marché financier dans son ensemble, d'étudier son organisation sans parti pris, d'en apprécier les avantages comme les inconvénients, en faisant abstraction des intérêts professionnels qu'elle met en jeu.

Trop souvent, le marché financier a été remué par des polémiques dont la périodicité dénonçait l'origine et qui tendaient à circonscrire le débat, à le limiter à une simple compétition d'intérêts particuliers. Le monopole des agents de change en faisait tous les frais,

comme si, dans ce monopole, se concentrait tout le marché financier. La lutte, à vrai dire, n'existait qu'entre les intermédiaires et prenait ainsi le caractère de revendications professionnelles. Quant au public, principal intéressé, il assistait impassible, ce semble, à des querelles dont la cause lui échappait dans une certaine mesure et dont la solution paraissait, en tout cas, le laisser indifférent. Ce désintéressement du public est fâcheux. Ce n'est pas en effet pour les intermédiaires, — agents de change ou coulissiers, — que le marché financier a été créé. Si chacun d'eux, dans sa sphère, peut y trouver l'emploi rémunérateur de son activité, c'est toutefois dans l'intérêt du public et de l'Etat, c'est-à-dire dans l'intérêt général du pays, que doit fonctionner cette institution.

Par conséquent, c'est l'intérêt général qu'il importe de ne pas perdre de vue lorsqu'on veut étudier un organisme qui touche, comme celui-là, aux intérêts vitaux du pays. Aussi, dans cette étude, nous n'avons voulu ni attaquer ou défendre le monopole, ni présenter un réquisitoire contre la coulisse ou rechercher si elle est fondée à se plaindre de l'horizon restreint qui lui est imparti. La question est plus haute, selon nous. Elle intéresse la puissance économique du pays; elle met en cause la fortune générale constituée par les fortunes privées; et, si l'on considère qu'il existe, en France, plus de quatre millions de porteurs de valeurs mobilières, on peut apprécier les conséquences que

pourraient entraîner des mesures irréfléchies ou téméraires et combien peu doivent peser dans la balance les intérêts professionnels qui s'agitent autour de ce débat.

C'est à la lumière des faits que nous avons voulu examiner la question du marché libre et rechercher si les arguments invoqués par ses partisans justifiaient la modification des assises fondamentales du régime de notre marché financier. Intérêt général du public et de l'Etat, nécessités de la pratique, tels ont été les deux principes directeurs de notre examen. Certes, il eût été plus aisé de faire œuvre simplement spéculative et, ce qui est assez de mode aujourd'hui, d'attaquer le monopole des agents de change. Tout monopole n'est-il pas haïssable en soi, *à priori*? Mais ce n'est pas la théorie qui solutionne les difficultés de la pratique; ce ne sont pas les formules abstraites qui peuvent donner satisfaction aux intérêts généraux du pays. Et c'est pourquoi il nous a paru préférable et, en tout cas, plus conforme aux exigences de la vie économique, de chercher à faire œuvre positive, de nous placer sur le terrain des faits et d'employer, autant que possible, à l'étude de la question du marché libre, la méthode des sciences positives et naturelles : l'observation et la déduction.

Cette étude comprend deux parties :

La *première partie* traite, à un point de vue général, la question du marché libre. Elle est divisée en quatre chapitres, dans lesquels sont examinées successivement :

la fonction économique des Bourses et spécialement celle des Bourses d'effets publics et autres valeurs — l'application du principe de la liberté du commerce au marché financier, — l'organisation des marchés étrangers envisagée au point de vue de ce principe; — la nécessité de la réglementation du marché financier, réglementation qui, de l'aveu des partisans du marché libre, ne peut être réalisée, en France, que par l'intervention de l'Etat.

La *deuxième partie* est consacrée à l'examen du fonctionnement actuel du marché financier et des différents projets d'organisation nouvelle qui ont été successivement proposés. Cette deuxième partie est divisée en deux titres.

Le *Titre I* vise les facteurs actuels du marché financier envisagés au point de vue de leurs rapports et du fonctionnement du marché. Il comprend trois chapitres dans lesquels sont examinés : le régime de la Compagnie des agents de change, — l'organisation des courtiers libres et le marché en banque, — le rôle économique des Etablissements de crédit et leur action sur le marché financier.

Le *Titre II* comprend trois chapitres consacrés : à l'étude de la réglementation actuelle envisagée au point de vue des lois économiques et de l'intérêt général du pays, — à l'appréciation des arguments des partisans du marché libre, — à l'examen des projets d'organisation nouvelle du marché financier.

La conclusion qui se dégage de notre étude est précisée ensuite. La liberté du marché, *stricto sensu*, ne peut pas se poser de l'avis de tous ; car, ainsi que l'a dit M. Viviani, « la liberté du marché serait un mal, mais si c'était un bien, ce bien serait une chimère ». Quant à la substitution d'une réglementation nouvelle, plus libérale et plus élargie, à la réglementation actuelle, elle doit être rejetée parce que cette substitution servirait exclusivement certains intérêts particuliers au mépris de l'intérêt général, et ne saurait être, dans la réalité des choses, ni motivée par les leçons de l'expérience, ni imposée par une nécessité économique, ni justifiée par l'intérêt général du pays.

NOTIONS HISTORIQUES

Dès la plus haute antiquité, on constate l'existence d'intermédiaires chargés, dans les transactions commerciales, de rapprocher les vendeurs et les acheteurs. A Athènes, les *τραπεζῖται*, à Rome, les *argentarii*, furent l'équivalent de nos courtiers modernes. 500 ans avant Jésus-Christ, le *collegium mercatorum* réunissait dans le forum trafiquants et banquiers et constituait la « Bourse commerciale » de cette époque ⁽¹⁾.

Après la chute de l'empire romain, les « courretiers » se retrouvent dans les « foires », importantes réunions commerciales qui centralisèrent peu à peu les échanges du monde connu. Vers 629, le roi Dagobert crée la foire de Saint-Denis et lui fixe une durée de quatre semaines, « afin que les marchands de l'Espagne, de la » Provence et des autres contrées, même ceux d'outre-mer, y puissent assister » ⁽²⁾. Cette foire est ensuite

(1) Les *argentarii* avaient un caractère officiel et étaient placés sous la surveillance du *præfectus Urbis*. A côté d'eux fonctionnaient des intermédiaires libres, *proxenelæ*, faiseurs d'affaires et manieurs d'argent de bas étage (Delourme, *Les manieurs d'argent à Rome*).

(2) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 48.

remplacée par celle du « *Landit* ». Chaque ville, chaque profession y avait sa place réservée ; c'est là que l'Université faisait sa provision de parchemin, que chacun, riche ou pauvre, effectuait ses achats, que s'étaient les merceries, les fourrures, les draps, les riches objets d'or et d'argent, à côté des chevaux et des bestiaux ⁽¹⁾.

Aussi anciennes que celles du *Landit*, les foires de Champagne avaient une importance au moins égale et bénéficiaient comme elles de privilèges spéciaux. D'autres foires encore se tenaient à Paris, à Lyon, à Rouen, à Montpellier, etc. La plus connue fut la foire de Beaucaire, fondée en 1217 par Raymond, comte de Toulouse. « Beaucaire était déjà, en 1250, le rendez-vous » des marchands de Barcelone, de Gênes, de Venise, de » Constantinople, d'Alep, d'Alexandrie, de Tunis et du » Maroc, venant échanger les marchandises de l'Italie » et de l'Orient contre les vins, les toiles, les draps, les » laines du Languedoc et celles qui, par Bordeaux et » La Rochelle, arrivaient d'Angleterre » ⁽²⁾.

Ces foires, prodigieuses affluences d'hommes et de marchandises, « offraient à l'industrie des courtetiers un » vaste champ d'activité. Les Lombards, les Cahorsins, » les Astians, les Florentins, sous la protection du pape, » y faisaient le commerce de l'argent, des métaux pré-

⁽¹⁾ François, *Essais sur le commerce*, p. 38.

⁽²⁾ François, *op. cit.*, p. 39.

» cieux et de la banque » ⁽¹⁾. L'intervention du courtier était justifiée d'ailleurs, non seulement par l'importance des affaires se traitant dans ces réunions, mais aussi par la nécessité de faciliter les transactions entre des trafiquants accourus des confins du monde. L'infinité diversité de leur monnaie créa une industrie spéciale, celle du changeur.

A l'origine, les deux fonctions de courtier et de changeur étaient confondues. Le courtier, qui s'entre-mettait pour les ventes et achats de marchandises, assurait en même temps la translation des valeurs qui en étaient le prix. Peu à peu toutefois l'importance des transactions délimita à chacun d'eux un rôle distinct. Le courtier proprement dit s'occupa spécialement de mettre en rapport les acheteurs et les vendeurs; le changeur concentra dans ses mains le commerce des métaux précieux et de la banque et fut chargé de la négociation des lettres de change, dont la première apparition sur nos marchés paraît remonter au ^{xiii}^e siècle ⁽²⁾.

Les foires, les marchés annuels, ne suffirent pas longtemps aux besoins du trafic. Les corporations de marchands et d'artisans, le patriciat citadin lui-même, gravement atteints sous la décadence impériale, s'étaient relevés sous la monarchie franque. L'extinction de

⁽¹⁾ Boudon, *op. cit.*, p. 49.

⁽²⁾ Bernardakis, La lettre de change dans l'antiquité, *Journal des économistes*, mars 1880.

l'esclavage domestique donna au commerce et à l'industrie un regain d'activité que l'établissement des communes vint accroître ensuite. Au ^{xii}^e siècle, les transactions commerciales avaient pris, dans les grandes cités françaises, un développement considérable.

A côté des foires, se créèrent dans les villes commerçantes des réunions destinées à faciliter les opérations et les entreprises du commerce. Quotidiennes et souvent bi-quotidiennes suivant les besoins, se tenant en des endroits et à des heures déterminées, ces réunions se développèrent rapidement et leur action sur la prospérité commerciale du pays appela nécessairement l'attention du pouvoir royal. Le besoin d'assurer la libre concurrence et la loyauté des transactions, de réprimer la fraude et d'exercer, pour la sécurité de l'Etat, un contrôle sur le fonctionnement de ces marchés, devait amener le pouvoir royal à user de ses prérogatives.

Dès 1141, une ordonnance du roi Louis VII décide que le « change » se tiendra sur le Grand-Pont et fait défense expresse de l'exercer ailleurs ⁽¹⁾. Ce n'est toutefois qu'au ^{xiv}^e siècle que l'industrie des courtetiers est réglementée. Antérieurement, des règlements spéciaux à certaines foires avaient posé à cet égard quelques principes, tels que l'exclusion de quiconque a failli à ses engagements et la défense faite aux *courtetiers* de prendre un intérêt personnel dans les négociations dont

(1) *Le théâtre des antiquités de Paris*, par le P. du Breul (1612).

ils sont chargés ⁽¹⁾. Deux édits de Philippe le Bel, de février 1304 et janvier 1312, confirment ces principes et maintiennent l'exercice de l'industrie du *change* sur le Grand-Pont et pas ailleurs, sous peine de confiscation des choses échangées. L'interdiction faite aux courtiers d'être intéressés personnellement dans les opérations qu'ils traitent était la seule garantie susceptible d'assurer la sincérité et la régularité des transactions. Elle constitue d'ailleurs l'essence même de la fonction de courtier et a toujours été maintenue. On la retrouve de nos jours dans les dispositions de l'art. 83 du Code de commerce.

Les édits de Philippe le Bel ne restreignaient pas le droit que chacun avait de se livrer à l'industrie du courtage. Mais les abus se multipliaient; des marchés clandestins fonctionnaient à côté et en dehors du marché légal; la fortune publique courait des périls auxquels il devint indispensable de mettre un terme. Une déclaration royale du 17 juillet 1423 établit que nul ne pouvait faire du change sans congé du roy. L'Edit de juin 1572 confirme cette prescription et institue les courtiers *officiers royaux*. « Comme en plusieurs villes » de notre royaume, dit cet édit, et autres d'iceluy, » l'estat de courretier, auquel la légalité et prudhomie » sont principalement requises, soit exercé par toutes » personnes indifféremment, qui s'entremettent sans prê-

(1) Statuts d'Avignon, 1243. « Statuimus quod corraaterii non sint participes emptionum vel aliorum contractuum quorum sint corraaterii ».

» ter serment par devant nos juges, et par ces moyens
» ont esté et sont commis infinis abus et malversations.
» A quoi nous dénions et voulons pourvoir pour le bien
» de nos subiets et de la marchandise... ».

Henri IV limite ensuite le nombre des courtiers ⁽¹⁾ et un arrêt du Conseil du 17 mai 1598 impose une redevance à chacun d'eux, en leur maintenant l'interdiction de s'intéresser dans les affaires qu'ils traitent et l'obligation de n'exercer leur industrie qu'aux endroits et aux heures désignés.

Toutes ces mesures, dictées par l'expérience et justifiées par l'intérêt public, devaient assurer la loyauté des transactions et contribuer ainsi à la prospérité générale. Le développement du commerce et de l'industrie prit un tel essor que le nombre des courtiers devint insuffisant. Il fut augmenté d'abord par l'arrêt du Conseil du 23 octobre 1634, puis par un autre arrêt de décembre 1638 et, ensuite, par un édit de février 1645. A Paris, le nombre des courtiers était de huit en 1595 et, cinquante ans après, il était porté à quarante-six. Entre temps, l'arrêt du Conseil de décembre 1638 avait accordé aux courtiers la propriété de leur charge avec le droit d'en disposer, et c'est vers la même époque que le nom d'*agent de change* fut substitué à celui de courtier ⁽²⁾.

L'augmentation du nombre des agents, le dévelop-

⁽¹⁾ Arrêt du Conseil du 15 avril 1595.

⁽²⁾ Arrêt du Conseil du 16 avril 1639.

pement constant des transactions nécessitaient une réglementation plus précise. Le « Syndicat », créé en 1638 ⁽¹⁾, reçoit à cet égard une double mission : « avoir soin des affaires concernant le bien commun des agents » et « tenir la main à faire exécuter les règlements ». Ce Syndicat est devenu plus tard la Chambre syndicale des agents de change. Les ordonnances de commerce de janvier 1629 et mars 1673, les règlements des 5 et 8 juillet 1684 complètent ensuite les dispositions législatives antérieures. Interdiction d'opérer pour leur compte, obligation de tenir des livres et une comptabilité régulière, défense de divulguer les noms des clients et de prélever des courtages supérieurs au tarif légal ; telles sont les principales prescriptions qui ressortent de ces ordonnances et règlements. Les agents doivent en outre exercer leur charge en personne et prêter serment.

La situation des agents de change a grandi en proportion des services rendus à l'Etat et à l'industrie nationale. Le pouvoir se plait à proclamer publiquement la confiance dont ils ont su se rendre dignes. Le commerce trouve en eux d'indispensables auxiliaires, et un édit de décembre 1707 déclare que « les facilités » qu'ils ont fait trouver dans le commerce, entre les « banquiers et les marchands, leur ont attiré une confiance si entière que les négociations les plus impor-

(1) Arrêt du Conseil de décembre 1638.

» tantes passent présentement par leurs mains ». La fonction d'agent de change est séparée de celle de courtiers en marchandises et un règlement du 8 octobre 1706 fait défense aux courtiers de s'immiscer dans la négociation des valeurs et lettres de change.

Toutefois, quelque considérables que soient les transactions commerciales, le *marché financier*, à proprement parler, n'existe pas encore. Les opérations réalisées par les agents de change tiennent autant du négoce que de la finance. La situation se modifie à cet égard dès le début du XVIII^e siècle. Les *valeurs mobilières* sont créées. Élément essentiel de la Bourse moderne, elles offrent aux capitaux un mode nouveau de spéculation et de placement. Malheureusement, sous l'impulsion du *Système de Law*, une formidable poussée de spéculation se produit. Un vertige soudain de convoitise et de lucre envahit le pays tout entier. « Grands seigneurs, bourgeois, gens du peuple, tout le monde » joue » (1). On joue le jour à la bourse qui se tient rue Quincampoix, la nuit dans les tripots voisins. Puis la débâcle survient et entraîne tant de ruines et de misères que le pouvoir royal doit se préoccuper de prévenir un retour offensif de l'agiotage et de défendre l'épargne contre ses propres entraînements. Aussi la législation reflète-t-elle cette préoccupation.

Le marché, transporté à l'hôtel de Soissons avec le

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 79. Ordonnance du 22 mai 1720.

titre officiel de *Bourse* ⁽¹⁾, a été transféré plus tard à l'hôtel de Nevers, rue Vivienne, et s'y est maintenu jusqu'en 1793. L'arrêt du Conseil du 24 septembre 1724, rendu au lendemain de la catastrophe provoquée par le « Système de Law », édicte des mesures sévères pour interdire l'accès de la Bourse à toute personne autre que les marchands, financiers, agents de change, bourgeois et autres personnes connues et domiciliées à Paris. Il confirme le droit exclusif pour les agents de change de négocier les valeurs et de certifier les signatures, les autorise à s'adjoindre des commis employés aux écritures et à la caisse, et formule une série de prescriptions qui, en majeure partie, sont encore en vigueur. Cet arrêt interdit « les ventes simulées de valeurs qui en ont causé jusqu'à présent le discrédit ». L'art. 29 stipule à cet égard que « les particuliers qui » voudraient acheter ou vendre des papiers commerciaux et autres effets devront avant l'heure de la » Bourse remettre l'argent et les effets aux agents de » change, sur leur reconnaissance portant promesse » d'en rendre compte dans le jour ». Cette interdiction des marchés à terme, provoquée par la prévention causée par l'excès de l'agiotage, était regrettable à tous égards. Elle a été renouvelée par l'arrêt du Conseil du 7 août 1785, motivé par une recrudescence de spéculation, et n'a disparu de nos lois qu'en 1885.

(1) Ordonnance des 22 et 28 mars 1720.

L'ancien régime avait ainsi constitué peu à peu le marché financier et l'avait établi sur des bases, sans doute trop étroites en raison de l'interdiction des marchés à terme, mais susceptibles néanmoins d'assurer sa prospérité et par cela même de donner à la fortune publique toute sécurité. La Révolution estime ensuite devoir appliquer, en matière économique comme dans l'ordre politique, le système de la liberté absolue. La loi du 27 mars 1791 supprime les charges d'agent de change de même que tous autres offices alors existants. L'exercice de la profession d'agent de change devient libre et la loi du 8 mai 1791 formule, en seize articles, un nouveau règlement de la Bourse. Mais ce régime de liberté amena des résultats désastreux. La Bourse ouverte ainsi à tous les courtiers interlopes, sans solvabilité ni crédit, l'agiotage souleva de nouveau un effroyable débordement de passions malsaines et occasionna les plus graves désordres.

La situation s'aggrave à ce point que la Convention décide la fermeture de la Bourse ⁽¹⁾ et qu'elle en arrive à supprimer toutes les sociétés par actions ⁽²⁾. La Bourse reste fermée deux années ; mais les mesures ainsi prises n'avaient pas supprimé l'agiotage. Des marchés clandestins se forment de tous côtés ; la spéculation la plus effrénée se donne libre cours et le crédit public en reçoit de graves atteintes. Ouverte le 6 floréal an III, la

(1) Décret du 27 juin 1793.

(2) Décrets du 24 août 1793 et du 29 germinal an II.

Bourse est fermée de nouveau le 23 fructidor suivant, les mesures prises par le gouvernement pour supprimer l'agiotage étant reconnues inapplicables. Elle ne resta d'ailleurs fermée que quatre mois et fut définitivement ouverte de nouveau le 20 nivôse an IV.

La loi du 28 vendémiaire an IV avait réorganisé le marché. « Cette loi constate d'abord, en son exposé des » motifs, que la liberté trop absolue en matière de » Bourse, et notamment la faculté laissée à chacun de » s'instituer agent de change moyennant le paiement » d'une simple patente, n'est pas sans inconvénient pour » l'ordre public et la sécurité du crédit ; et elle vient à » reconnaître que la sûreté du commerce exige que les » fonctions des agents de change et courtiers soient » classées et déterminées » ⁽¹⁾. La loi rétablit la Compagnie des agents de change et édicte, pour réglementer le marché, une série de mesures basées sur les principes essentiels posés par l'arrêt du Conseil du 24 septembre 1724. Elle maintient notamment l'interdiction qui frappe les marchés à terme et s'approprie d'une manière assez générale les prohibitions des règlements antérieurs.

La réorganisation du marché se poursuit ensuite peu à peu, par la fixation des heures de la Bourse et le rétablissement du syndicat qui reçoit mission de constater les cours ⁽²⁾. Vient ensuite la loi du 28 ventôse an IX

⁽¹⁾ Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 127.

⁽²⁾ Arrêtés du 20 nivôse et du 2 ventôse an IV. Arrêté du 15 pluviôse an IV.

sur les Bourses de commerce, complétée par l'arrêté du 29 germinal suivant; puis leurs prescriptions sont fondées dans l'arrêté du 27 prairial an X et dans le Code de commerce, qui précisent définitivement l'organisation de la Bourse actuelle.

L'arrêté du 27 prairial établit le principe du libre accès de la Bourse, sauf pour les faillis et les individus condamnés à des peines infamantes, maintient l'interdiction de faire des négociations ailleurs, réserve aux seuls agents nommés par le gouvernement le droit de faire ces négociations, et édicte des peines sévères pour toute contravention à cette prescription. Cet arrêté réédite les dispositions relatives à la tenue des livres et carnets, charge les agents de change de la certification des transferts et les rend responsables de leur validité, leur donne mission de constater les cours du change et des négociations, leur impose l'obligation d'exiger des clients la livraison des effets à négocier, et prescrit enfin différentes mesures destinées à assurer la régularité des négociations et l'exécution loyale des règlements.

Le Code de commerce, promulgué le 20 septembre 1807, détermine ensuite les fonctions de l'agent de change et en précise l'exercice. L'art. 74 reconnaît pour les actes de commerce des agents intermédiaires : les agents de change et les courtiers. L'art. 76 leur réserve exclusivement le droit de faire la négociation des effets publics et autres valeurs susceptibles d'être cotées, de faire pour le compte d'autrui la négociation

des lettres de change ou billets et d'en constater le cours. Ils peuvent aussi, d'après cet article, faire, concurremment avec les courtiers de marchandises, les négociations et le courtage des ventes et achats des matières métalliques et ils ont seuls le droit d'en constater le cours. L'art. 84 prescrit la tenue des livres. L'art. 85 interdit aux agents de change de faire des opérations pour leur compte et l'art. 86 de se rendre garants de l'exécution des marchés. L'art. 87 édicte les peines qui frappent les agents s'ils contreviennent aux dispositions qui précèdent. Enfin l'art. 89 déclare banqueroutier tout agent de change ou courtier qui est en état de faillite.

Tels sont les principes qui constituent, à l'heure actuelle, la base essentielle du fonctionnement du marché financier. Depuis la promulgation du Code de commerce, quelques lois seulement sont intéressantes à signaler : la loi du 28 avril 1816, qui fixe à 60 le nombre des agents de change à Paris et leur accorde le droit de disposer de leurs charges, sauf agrément du gouvernement ; la loi du 2 juillet 1862, qui a autorisé la constitution de sociétés pour l'exploitation des charges ; la loi du 28 mars 1883, qui proclame la légalité des marchés à terme ; le décret du 7 octobre 1890, complété par les règlements particuliers des Compagnies des agents de change, qui règle en quatre-vingt-quatre articles le fonctionnement du marché financier ; la loi de finances du 28 avril 1893, qui institue l'impôt sur les

opérations de bourse et prescrit différentes mesures pour en assurer la perception; et enfin les décrets du 29 juin 1898, qui, notamment, ont porté le nombre des agents de change à Paris à soixante-dix et créé la solidarité entre eux dans la limite de la valeur totale des offices de la compagnie, du fonds commun et du montant des cautionnements.

Il convient d'ajouter que, en France, les Bourses de valeurs se distinguent en Bourses à Parquet et Bourses sans Parquet. Les premières n'existent qu'à Paris, Lyon, Marseille, Bordeaux, Toulouse, Lille et Nantes. Mais en étudiant dans ce travail la question du marché libre, nous avons eu principalement en vue le marché de Paris, dont l'action, bien plus importante que celle dévolue aux marchés des places secondaires, s'exerce non seulement sur ces marchés, mais aussi sur les autres marchés européens. Les considérations qui seront développées s'appliqueront d'ailleurs aux autres bourses françaises, la question traitée envisageant dans sa généralité l'organisation et le fonctionnement du marché financier français.

Enfin, au cours des notions historiques qui précèdent, nous avons indiqué simplement les agissements des courtiers libres, sans insister sur les difficultés qui ont existé, de tout temps, entr'eux et la Compagnie privilégiée. Il en sera question dans un chapitre spécial qui exposera plus loin les différentes phases de la lutte soutenue par les agents de change et les solutions successivement intervenues.

Cette lutte a pris fin à l'heure actuelle, tout au moins en ce qui concerne les banquiers faisant partie des syndicats de la coulisse ⁽¹⁾. L'article 14 de la loi du 13 avril 1898, voté à la suite de l'amendement Fleury-Ravarin, a imposé aux intermédiaires de bourse l'obligation de représenter aux agents du fisc un bordereau d'agent de change pour toute opération faite sur valeurs cotées. En raison de cette prescription, les coulissiers ont dû renoncer à leurs errements antérieurs et sont rentrés dans la légalité.

(1) A côté des banquiers-coulissiers, constituant réellement le marché en banque, fonctionnent de nombreuses maisons qui pratiquent les opérations dites de contrepartie. La chambre syndicale des agents de change s'est préoccupée récemment de leurs agissements. Des poursuites correctionnelles ont été dirigées contre certaines de ces maisons qui, suivant jugement du tribunal correctionnel de la Seine du 11 avril 1907, ont été condamnées pour immixtion dans les fonctions d'agent de change (*Revue juridique des opérations de bourse*, avril 1907, p. 459; *Droit Financier*, 1907, p. 183).

PREMIÈRE PARTIE

LA QUESTION DU MARCHÉ LIBRE

CHAPITRE I

Le rôle économique des Bourses d'effets publics et autres valeurs.

Le développement des moyens de communication a donné aux transactions commerciales un caractère international. Par le télégraphe ou le téléphone, chacun peut, à tout instant, connaître les prix pratiqués sur les différents marchés répartis à travers le monde, s'informer des besoins présumés de chaque pays, prévoir dans une certaine mesure les cours probables d'un avenir prochain et se déterminer en conséquence. La spéculation bénéficie à l'heure actuelle d'un vaste champ d'action et s'est créé, entre la production et la consommation, une place considérable dans l'organisation sociale. La vie économique s'est concentrée peu à peu dans les *Bourses* ; et ces *marchés centraux* sont devenus

des « facteurs indispensables dans la société moderne ».

Selon l'objet principal de leurs transactions, les bourses se distinguent en *bourses de valeurs* et *bourses de marchandises*. Leur fonction commune est de réaliser la concentration des offres et des demandes, de mettre en présence acheteurs et vendeurs, et d'obtenir par le jeu normal de leurs intérêts contraires la *fixation de prix probablement plus exacts*. Cette concentration des offres et des demandes est en effet le plus sûr garant pour la détermination de la valeur, aussi exacte que possible, des produits échangés. C'est ainsi que, par les bourses, les prix se régularisent dans une certaine mesure sur les différents marchés. « Le plus notable » rôle des Bourses, dit Sayous, est de servir de grands » régulateurs de prix ; de concentrer les intérêts en jeu » dans un pays ou dans une province ; de trouver une » expression de la situation locale, et en même temps » de recevoir l'influence des autres marchés centraux, » directement ou indirectement par l'intermédiaire » de tel autre, et de transmettre, dans toute sa zone » d'influence, l'influence qu'elle a elle-même ressentie » (1).

« Centres permanents de grand commerce », les Bourses constituent un organisme fondamental dans la vie économique. Leur fonctionnement affecte les inté-

(1) Sayous, *Etude sur les Bourses allemandes*, p. 58.

rêts vitaux du pays et exerce nécessairement sur la fortune publique une action prépondérante. Mais, à cet égard, l'influence des bourses de marchandises n'a pas la portée des bourses de valeurs; car les opérations sur valeurs intéressent au premier chef le crédit de l'Etat, tandis que les transactions sur marchandises ne mettent en jeu que des intérêts privés. C'est ce qui explique qu'il n'existe pas, entre les différentes marchandises d'une bourse de commerce, la solidarité que l'on constate entre les valeurs du marché financier. Qu'une panique survienne au Stock-Exchange, à Berlin ou ailleurs, tous les marchés financiers du monde en ressentent le contre-coup; les conséquences de cette panique se répercutent sur l'ensemble de la cote. Si le marché est mauvais au Produce Exchange, à Hambourg ou à la Bourse de commerce de Paris, les commerçants peuvent en être préoccupés; mais les marchés similaires n'en sont point bouleversés. En thèse générale, les *kracks* ont moins *d'universalité* lorsqu'ils se produisent sur des marchandises. Et c'est ainsi que la dernière crise des sucres, survenue sur le marché de Paris, n'a pas sensiblement affecté les marchés étrangers.

L'action dévolue aux bourses de valeurs sur le crédit public est le résultat du développement des valeurs mobilières, dont l'accroissement incessant constitue un des faits économiques les plus remarquables de notre époque. Pendant longtemps, les valeurs mobilières sont restées en défaveur. Les crises qui s'étaient succédé

depuis 1715 jusqu'au Premier Empire, les désastres qu'elles avaient entraînés, éloignaient d'elles les hommes sérieux. Plus soucieux de conserver que d'augmenter leurs capitaux, ils préféraient les placements, moins productifs sans doute mais plus sûrs à leurs yeux, que leur offraient les prêts hypothécaires ou l'achat de propriétés foncières. Le pouvoir favorisait cette tendance ; et le Chancelier d'Aguesseau n'hésitait pas à flétrir le commerce des valeurs mobilières comme un acte blâmable et illicite, ne pouvant que détourner les hommes sérieux du travail en leur permettant d'acquérir trop facilement leur fortune ⁽¹⁾.

Mais on ne pouvait méconnaître longtemps cet axiome de la science économique que le crédit est une des sources les plus vives et les plus fécondes de la richesse d'une nation. Les leçons de l'expérience ont appris peu à peu à distinguer de l'agiotage, toujours blâmable, la spéculation, « merveilleuse ouvrière qui » régularise les marchés, qui proportionne l'offre à la » demande, et qui, par des oscillations diverses, rétablit partout l'équilibre ». Les valeurs mobilières ont repris la faveur qui leur était due. Sans doute, « les » placements immobiliers n'ont perdu encore ni leur » crédit, ni leur importance ; mais le père de famille le » plus scrupuleux et le plus soucieux des intérêts de sa » fortune n'hésite plus à en placer une partie en va-

⁽¹⁾ D'Aguesseau, *Mémoire sur le commerce des actions*.

» leurs de portefeuille. Il est peu de personnes qui ne
» possèdent aujourd'hui quelques inscriptions de rentes,
» ou quelques titres de nos grandes sociétés financières,
» industrielles et commerciales ».⁽¹⁾

A l'heure actuelle, la fortune mobilière dépasse en France quatre-vingts milliards, détenus par plus de quatre millions de porteurs de titres de toute nature. L'accroissement de cette fortune suit une progression constante. Sa diffusion dans toutes les classes de la société multiplie les opérations de placement et de spéculation; et les transactions de la bourse s'élèvent, annuellement, à plus de cent vingt milliards. On peut comprendre ainsi l'importance du rôle exercé par la bourse des valeurs dans la vie de l'Etat; car la grandeur comme la puissance d'une nation sont subordonnées à sa prospérité financière. Aussi, étant données les conditions économiques de l'existence des sociétés modernes, le marché financier constitue-t-il « le rouage » le plus délicat et le plus important de la machine » sociale; le rouage dont dépendent un peu tous les » autres. Qu'il vienne à être faussé ou brisé, tous les » autres, — crédit public, prospérité commerciale, » sécurité nationale, — sont en péril ».⁽²⁾

Les valeurs mobilières constituent d'ailleurs la base essentielle des échanges internationaux. Les transactions qu'elles motivent régularisent les autres échanges

(1) Buchère, *Traité des opérations de la bourse*, p. 2.

(2) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 356.

de produits qui s'opèrent entre les diverses parties du monde. L'importance des intérêts qui se concentrent à la Bourse justifie par conséquent les précautions dont l'Etat entoure le fonctionnement du marché financier. Pour défendre utilement l'épargne nationale et lutter sans infériorité sur le terrain économique, il est indispensable qu'un organisme aussi compliqué, aussi sensible, sujet à des influences si complexes et le plus souvent si divergentes, réalise les conditions de régularité, de loyauté et de sécurité sans lesquelles la fortune publique pourrait être exposée aux pires aventures. « Lorsque des corporations présentant autant de » garanties que celles de nos agents de change français, » du Stock-Exchange de Londres ou du Collège des » anciens à Berlin, président à des marchés considé- » rables, où les valeurs, avant d'être inscrites à la cote, » passent par la filière d'un examen attentif, le public » est disposé à faire des placements de ce genre : le » nombre de ceux qui s'y intéressent s'accroît chaque » jour ; le fait que la clientèle d'un fonds augmente en » rend le marché plus large, diminue l'amplitude des » oscillations et contribue à l'acclimater » (1).

La fonction principale des Bourses, au point de vue économique, est d'assurer une certaine régularisation des prix sur les différents marchés. Dans la remar-

(1) Raphaël-Georges Lévi, *Rôle des valeurs mobilières dans le commerce international*. Congrès international des valeurs mobilières. Mémoire, n. 89.

quable étude qu'il a publiée sur les Bourses allemandes, M. Sayous a examiné sur quelles bases peut se réaliser cette régularisation. La théorie qu'il développe ⁽¹⁾, en faisant état de ces deux principes que les bourses doivent essentiellement : « faciliter un trafic » rapide et avantageux d'après les circonstances, « écarter cette incertitude qui plane si aisément sur la » notion de prix », est des plus intéressantes. Examinons donc, en nous inspirant des données de M. Sayous, comment peut se réaliser à cet égard, et sous quelle forme, la fonction économique des Bourses de valeurs.

Lorsqu'il s'agit d'opérations sur marchandises, on peut dire que la base de l'égalisation des prix doit résider dans une certaine répartition des marchandises sur les différents marchés, en proportion des besoins immédiats de chaque pays. Car, si l'on suppose deux places différentes sur lesquelles les marchandises *en disponible* correspondent exactement aux besoins de la consommation, sur chacune de ces places et au même même moment, les prix de ces marchandises devront, en théorie, être sensiblement égaux. Le *disponible* devient-il, sur l'une de ces places, supérieur aux besoins alors qu'un *déficit* est constaté sur l'autre, les prix pratiqués sur celle-ci devront être plus élevés que ceux de la première. L'équilibre ne peut être rétabli que par le jeu des importations qui procure à la place, où existe

(1) *Etude sur les Bourses allemandes*, chap. I^{er}, § II, p. 57.

un déficit, l'excédent des marchandises de l'autre place.

Ce raisonnement apparaît exact parce que, dans les Bourses de commerce, les transactions ont pour objet des marchandises de première nécessité et, en tout cas, d'utilité générale. En pareil cas, la *production* et la *consommation* ne sauraient être *indifférentes*. Sans doute, il faut tenir compte de la spéculation; et il serait inexact de prétendre que, dans la réalité des choses, les prix doivent s'établir mathématiquement sur le rapport des offres et des demandes, basées, d'une part, sur les stocks disponibles et, d'autre part, sur les besoins immédiats et connus. Mais il est certain que, lorsqu'il s'agit d'opérations sur marchandises, le *disponible* constitue un facteur essentiel pour la fixation des prix. Et on peut dès lors poser cette conclusion qu'en cette matière, la régularisation des prix sur les différents marchés doit correspondre à une répartition équitable des marchandises en proportion des besoins immédiats et connus.

Dans les Bourses de valeurs, il n'en est plus ainsi. Les besoins de la consommation ne peuvent avoir, sur la fixation des prix des valeurs, l'influence qui leur est dévolue, par la force même des choses, à ce point de vue, en matière de marchandises. On peut dire que les *besoins*, sur le marché financier, correspondent aux capitaux disponibles; mais, et c'est là un point essentiel, les *besoins* ne se manifestent qu'en raison directe

du meilleur emploi utile offert à ces capitaux. Si le taux d'intérêt apparaît rémunérateur, les capitaux sont disposés à s'employer ; dans le cas contraire, ils attendent des circonstances plus favorables ou cherchent sur un autre marché un emploi plus avantageux. D'où cette conséquence que, pour remplir utilement sa fonction économique, tout marché financier doit provoquer l'emploi constant des capitaux disponibles et leur assurer dans ce but, toutes autres choses égales d'ailleurs, un emploi aussi rémunérateur que celui qu'ils trouveraient sur un autre marché.

Cette double obligation s'impose au même titre à tous les marchés du monde ; de telle sorte que, par le jeu normal de leurs intérêts contraires, la rémunération offerte aux capitaux doit nécessairement se fixer, pour chacun de ces marchés, sur une base sensiblement égale. Sans cela, l'équilibre indispensable, pour permettre de défendre l'épargne et de soutenir la concurrence si active en pareille matière, se trouverait rompu. Et c'est ainsi que les exigences de la vie économique ont déterminé, en quelque sorte, et maintiennent un certain *taux moyen d'intérêt* ⁽¹⁾, qui sert de base pour assurer une certaine régularisation des prix sur les différents marchés du monde.

Car, si l'on supposait toutes les valeurs du marché financier, *sans exception*, identiques au point de vue du rendement et des risques, il faudrait bien admettre

(1) Sayous, *Etudes sur les Bourses allemandes*, p. 75.

qu'elles devraient se capitaliser à un taux sensiblement égal, alors même qu'elles se négocieraient sur des marchés différents; car elles offriraient au capital les mêmes garanties et la même rémunération et devraient trouver par conséquent auprès de lui la même faveur. Si une différence survenait sur les cours de l'une de ces valeurs, il n'est pas douteux que l'élévation du taux de capitalisation, conséquence forcée du fléchissement des cours, provoquerait une demande du capital suffisante pour rétablir l'équilibre. Et c'est précisément le rôle des Bourses de faciliter à cet égard la concurrence et d'attirer les demandes du capital et de la spéculation sur les valeurs dont le cours apparaît au-dessous du cours normal.

Toutefois, si l'on peut ainsi justifier en théorie comment, par le fonctionnement des Bourses de valeurs et la lutte des intérêts contraires qu'elles concentrent, se détermine le nivellement des prix entre les différents marchés, on ne saurait faire abstraction, dans la réalité des choses, des causes multiples et complexes qui agissent sur les cours. Il ne saurait être question de réaliser, dans la pratique, l'unité absolue des prix. Le taux réel de capitalisation, appliqué à chaque valeur, est nécessairement subordonné, non seulement aux conditions économiques de chaque région, — conditions de milieu, de tempérament, d'activité industrielle, etc. —, mais surtout aux risques à courir et, dans les risques, il convient d'englober l'ensemble des considérations sus-

ceptibles d'augmenter ou de modérer les exigences du capital. Mais on peut dire que le *taux réel* de capitalisation d'une valeur doit se déterminer, en thèse générale, d'après le rapport existant entre le *taux moyen théorique* et les risques que présente cette valeur et on arrive ainsi à cette conclusion que, dans la pratique, l'écart constaté entre le taux moyen et le taux réel doit être proportionné aux risques à courir et à l'importance probable des capitaux disponibles.

Les Bourses de valeurs tendent ainsi à donner au marché financier une certaine unité et à permettre en tout cas la fixation de prix plus exacts. De nombreux éléments concourent d'ailleurs à ce résultat. La spéculation, sous toutes ses formes, est un des agents les plus actifs du nivellement des prix ; car elle préserve le marché des paniques irraisonnées comme des hausses excessives et, en maintenant les cours à leur niveau normal, elle exerce une fonction essentiellement régulatrice. Mais la spéculation doit nécessairement faire état, dans ses prévisions, de l'écart qui peut exister entre la valeur du titre calculée sur la base du taux moyen et le cours réel pratiqué sur le marché. Son intervention, possible à toute heure en raison de la facilité des communications, rétablit l'équilibre si cet écart est exagéré dans un sens ou dans l'autre et contribue ainsi à assurer, dans une certaine mesure, la régularisation des prix.

Les *arbitrages*, les *reports*, dont on a dit avec raison

qu'ils sont « la clef du système des opérations de la Bourse », concourent également à cette régularisation. Les reports facilitent la prolongation d'engagements dont la liquidation provoquerait sans aucun doute des fluctuations fâcheuses dans les cours. L'arbitragiste intervient utilement dans le même but et son action est d'autant plus efficace qu'il opère généralement sur des valeurs internationales; en achetant sur un marché et en revendant sur l'autre, les deux opérations qu'il réalise agissent en sens inverse sur les cours des deux marchés et tendent nécessairement à établir une certaine égalisation entre eux.

La fonction essentielle des Bourses consiste ainsi à assurer, par la concentration des offres et des demandes, la régularisation des prix sur les différents marchés du monde. Cette concentration répond, d'ailleurs, à une nécessité sociale. Sans ces *marchés centraux* comment pourrait-on réaliser avec sécurité les innombrables transactions que nécessite la fortune mobilière? C'est par eux que les capitaux se mobilisent. « Celui qui a » des capitaux à placer viendra rechercher, sur le marché où ces titres s'échangent, ceux qui lui conviennent, soit par la sécurité dont ils sont entourés, soit par l'élévation du revenu qu'ils fournissent. Celui, au contraire, qui a besoin de numéraire, vendra les actions, rentes ou obligations de son portefeuille jusqu'à concurrence de la somme qui lui est nécessaire. Ces échanges deviennent de plus en plus

» fréquents chez les peuples modernes, grâce, d'une
» part, à la multiplication des valeurs mobilières elles-
» mêmes, d'autre part, à l'extension des marchés où
» elles se négocient ainsi qu'au perfectionnement des
» moyens de communication de tout genre » ⁽¹⁾.

C'est encore par ces marchés centraux que s'est produite la participation de l'épargne aux entreprises industrielles et commerciales, que se maintient la collaboration constante du capital et du travail, source féconde de richesses et de progrès. C'est par eux qu'a été rendu plus facile le placement des petites épargnes et que le plus modeste capitaliste peut être, grâce aux valeurs mobilières, *commanditaire* de l'industrie la plus puissante. C'est ainsi enfin qu'a pu se faire l'agglomération des capitaux qui ont assuré la réalisation des grandes entreprises et procuré à l'industrie, au grand commerce, la force financière exigée par les conditions actuelles de la vie économique. « L'application des
» sciences à l'industrie amène tous les jours la produc-
» tion de nouvelles inventions qui exigent des capitaux ;
» l'industrie, visant la production à bon marché se con-
» centre de plus en plus dans de grands établissements
» d'une valeur trop élevée pour qu'une personne ou
» une famille puisse les posséder et qui sont créés
» grâce à l'association d'un grand nombre de capitaux
» et à l'émission de nouvelles valeurs mobilières » ⁽²⁾.

⁽¹⁾ Raphaël-Georges Lévy, *op. cit.*, p. 4.

⁽²⁾ Limousin, *Rôle économique des valeurs mobilières*. Congrès international des valeurs mobilières, Mémoire n. 137, p. 4.

La Bourse des valeurs permet, en effet, de réaliser l'émission des titres des sociétés particulières. Elle facilite celle des emprunts de l'Etat, des communes et des départements de même que les emprunts des pays étrangers. Son intervention à cet égard est indispensable pour assurer le classement des titres. La spéculation, qui n'existerait pas sans ces marchés centraux, apporte à l'Etat et aux grandes entreprises le plus utile concours. L'épargne est naturellement timide et ne consent à intervenir que lorsque l'affaire a fait ses preuves. « Si » donc l'Etat ou les compagnies ne se trouvaient en » présence que des seuls épargnistes, des seuls capita- » listes désireux de réaliser un placement de père de » famille, d'acquérir une valeur sérieuse pour la garder » en portefeuille, leur émission échouerait. Ils ne pour- » raient jamais faire face à leurs engagements. C'est » donc à la spéculation plus audacieuse qu'ils doivent » faire appel. Celle-ci, alléchée par le bénéfice qu'elle » espère de la différence entre le taux d'émission et » celui auquel les valeurs de même nature se négocient » à la Bourse, souscrit l'emprunt, prend les titres à ses » risques et périls, les garde le temps nécessaire, et les » place ensuite dans le public quand la confiance et le » mouvement sont venus » (1).

Les Bourses de valeurs facilitent aussi les transactions commerciales entre nations et les règlements financiers

(1) Boudon, *La Bourses et ses hôtes*, p. 22.

qui en sont la conséquence. C'est ainsi, par exemple, que le peuple qui importe un excédent de marchandises les paie généralement au moyen de titres qu'il vend au peuple qui les a livrées. Autrefois, les règlements internationaux s'effectuaient en monnaie, le plus souvent en or. A l'heure actuelle, bien que des échanges de métal se produisent parfois entre divers peuples, les règlements s'effectuent dans la plupart des cas avec le produit de la vente de valeurs mobilières, ce qui évite les transports de numéraire. « Ce ne sont pas les mêmes » individus qui, en général, se livrent aux échanges de » marchandises et de titres; les commerçants opèrent » d'un côté et les financiers de l'autre; leur action se » poursuit, sans qu'ils aient toujours, au moment même » où ils agissent, la perception complète et la notion » exacte du but auquel ils travaillent; mais il n'en est » pas moins certain qu'ils tendent sans relâche à opérer » ce nivellement universel des comptes qui clôt chaque » jour les opérations d'échange entre les hommes et » qui est à recommencer le lendemain, puisque l'activité est incessante et que de nouveaux besoins engendrent de nouvelles transactions » (1).

On s'explique, dès lors, l'importance du rôle dévolu aux Bourses de valeurs et leur utilité. Le parti socialiste lui-même a dû reconnaître que, sans elles, « la plus complète anarchie existerait dans la vie économi-

(1) Raphaël-Georges Lévy, *op. cit.*, p. 21.

que » (1). Au point de vue de l'intérêt général, elles constituent un organisme indispensable et, en concentrant les offres et les demandes, réalisent l'expression la plus féconde de l'activité commerciale. En raison même de cette concentration que la commission du Stock Exchange déclare être leur but essentiel, on doit considérer les Bourses de valeurs comme un des agents les plus actifs de la prospérité financière de chaque pays, comme le levier le plus puissant du progrès économique. Il suffirait, pour le démontrer, de suivre pas à pas le développement si considérable de la fortune mobilière et les progressions successives du crédit public. A chaque étape de cet examen apparaîtrait, avec une lumineuse évidence, l'action utile, nécessaire, de ces *marchés centraux* dans lesquels le crédit de l'Etat et la situation économique générale trouvent constamment leur plus haute expression.

Les opérations multiples et complexes, qui se traitent dans les Bourses d'effets publics, intéressent toutefois le crédit public à des points de vue différents. Suivant qu'elles constituent des placements ou des spéculations, leur action au point de vue économique justifie une distinction. Il n'est pas sans intérêt, par conséquent, après avoir étudié la fonction économique des Bourses en général et fait ressortir leur utilité, de rechercher l'importance du rôle réservé dans cet organisme aux

(1) *Vorwärts*, 6 janvier 1894.

capitalistes et aux spéculateurs, et d'apprécier l'action que chacun d'eux peut et doit exercer sur le marché.

Indiquons d'abord que le *capitaliste* est celui qui achète des titres pour employer ses capitaux disponibles, ou qui en vend pour se créer les disponibilités dont il peut avoir besoin ; et que le *spéculateur*, au contraire, achète ou vend des titres à découvert, en prévision d'une fluctuation des cours et en vue d'un bénéfice à réaliser. Le capitaliste, en thèse générale, ne recherche aucun aléa et se borne à faire des placements *de père de famille*. Le spéculateur s'efforce « de prévoir » les cours d'un avenir prochain et, d'après ces prévisions, de profiter du temps présent » ⁽¹⁾ ; mais ses opérations sont toujours aléatoires. Le marché à terme apparaît comme l'instrument normal de la spéculation, tandis que le capitaliste doit opérer de préférence et presque exclusivement au comptant.

On a confondu pendant longtemps la spéculation et l'agiotage. Les anciens arrêts du Conseil condamnaient « toutes les spéculations désordonnées qui font gémir » les gens sensés » ⁽²⁾. La Révolution considérait ces spéculations comme immorales et destructives de tout système économique et de tout crédit national ⁽³⁾. Le Premier Empire accuse à son tour la spéculation d'avilir

(1) Lexis de Goettingen, d'après Sayous, *Etude sur les Bourses allemandes*, p. 59.

(2) Arrêt du Conseil du 25 septembre 1786.

(3) Loi du 28 vendémiaire an IV. *Exposé des motifs*.

les effets publics par hostilité pour le pouvoir et se refuse « à tolérer une industrie pour qui rien n'est » sacré, dont le moyen habituel est la fraude et le men- » songe, dont le but est un profit plus immoral encore » que celui qu'on cherche dans les jeux de hasard, et » qui, pour le plus médiocre profit de ce genre, ven- » drait le secret et l'honneur du Gouvernement lui- » même, si elle pouvait en disposer » (1).

Pour les meilleurs esprits, opérations de bourse et jeux de bourse sont synonymes. « Tous les jeux de » bourse, dit J.-B. Say, entraînent beaucoup de mal- » heurs, ne profitent jamais, ni à la production ni à » l'industrie, et pourraient être supprimés si le Gouver- » nement le voulait » (2). Suivant Courcelle-Seneuil, « l'agiotage et les jeux de bourse exercent sur l'indus- » trie générale une funeste influence, parce qu'ils absor- » bent inutilement des capitaux et des hommes » (3). La prévention paraît générale, et si quelques rares esprits persistent à considérer la spéculation comme un élément essentiel de la production, pour le plus grand nombre, les spéculateurs ne sont que des « manieurs d'argent », suivant l'expression de La Bruyère, se livrant à des opérations hasardeuses et employant les moyens les plus coupables pour fausser les cours à leur profit.

(1) Mollien, *Mémoires d'un ministre du Trésor* ; Boudon, *op. cit.*, p. 7.

(2) J.-B. Say, *Cours d'économie politique pratique*, chap. XV.

(3) Courcelle-Seneuil, *Traité théorique et pratique d'économie politique*, II, p. 277.

Cette prévention a disparu sous l'influence des transformations successives de la vie économique. L'utilité de la spéculation s'est manifestée par les services les plus éminents rendus à l'industrie, au commerce, à l'Etat. Le développement de la science économique a ouvert des horizons nouveaux. On s'est aperçu que, dans la réalité des choses, toute entreprise constitue une spéculation; que les combinaisons de la bourse, comme celles du commerce et de l'industrie, tendent à l'accroissement de la richesse nationale; que le spéculateur engage des capitaux, court des risques au même titre que le commerçant et l'industriel et que, si les bénéfices réalisés par ceux-ci sont licites, on ne peut invoquer aucune raison sérieuse pour que ceux du spéculateur soient traités avec moins de faveur.

Il existe en effet une grande différence entre l'agiotage, qui relève exclusivement du jeu, et la spéculation. « La spéculation est si peu le jeu qu'elle en est, pour » ainsi dire, la négation. Quel est l'élément essentiel et » primordial du jeu? Le hasard, la chance. Or, s'il subsiste dans la spéculation comme dans toute entreprise industrielle ou commerciale une part d'aléa, » son effort et son mérite consistent précisément à » réduire au minimum cet aléa, à l'éliminer même » complètement s'il est possible. Elle attend le succès » non de la chance aveugle, mais des calculs de l'intelligence et de l'expérience, de la prévision d'événements et de phénomènes inconnus d'autrui et qui sont

» susceptibles d'influencer le cours des valeurs ou des
» denrées » ⁽¹⁾.

Sans doute, les controverses passionnées dont la spéculation a été le thème n'ont pas définitivement pris fin. Les kracks qui se reproduisent périodiquement leur apportent d'ailleurs un regain d'activité. C'est que la délimitation entre la spéculation et l'agiotage est des plus délicates. Il est bien difficile de dire où commence l'un, où finit l'autre; et, dans la réalité des choses, toute spéculation n'a-t-elle pas une certaine tendance à finir par l'agiotage? Toujours est-il que toute tentative qui fausse le libre jeu de l'offre et de la demande n'est plus de la spéculation; et quiconque, par exemple, prétend accaparer une denrée de première nécessité ou une marchandise d'utilité générale, doit être considéré comme un simple agioteur. La spéculation doit rester honnête, si elle entend se différencier de l'agiotage; trop souvent, elle l'oublie.

Quoi qu'il en soit, la spéculation n'est plus considérée à l'heure actuelle comme un moyen illicite d'acquérir la fortune. Elle s'est créé une place peut-être indispensable, en tout cas fort utile, dans l'organisation sociale. On voit en elle une *force régulatrice*, un *stimulant*. On l'envisage enfin « comme un des principaux » moyens de production, d'échange, de découverte, » comme la force qui coordonne et met en œuvre les

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 15.

» éléments dont se composent le commerce et l'industrie; comme l'un des principaux ressorts de l'esprit humain » (1).

La spéculation n'est plus nécessairement le jeu. Son intervention dans les conditions actuelles de la vie économique est d'ailleurs nécessaire, et, si elle peut entraîner certains risques, les services qu'elle rend justifient néanmoins la place considérable qu'elle occupe dans la société moderne, parce qu'elle constitue « un des plus puissants leviers de l'activité humaine ».

Le rôle du spéculateur, au point de vue économique, est fort important et son action sur le marché financier prépondérante. Par son intervention constante, il maintient les fluctuations des cours dans des limites normales, contribue à la sécurité du crédit public, et doit être envisagé comme un des agents les plus actifs de la régularisation des cours. C'est la spéculation qui assure la réussite des emprunts de l'Etat et des grandes entreprises, qui garantit le placement définitif des titres et qui permet ainsi la réalisation d'opérations exerçant sur la prospérité économique la plus heureuse influence. « C'est grâce à son activité, à la fièvre de lucre qu'elle entretient, à l'appât des primes, des profits de toute sorte que promettent ses incessantes fluctuations, qu'elle a pu attirer la masse de capitaux nécessaires aux besoins du gouvernement et des grandes entre-

(1) Naquet, *Rapport sur le projet de loi relatif à la validité des marchés à terme*, Sénat, année 1885, Annexes, p. 161.

» prises industrielles. C'est elle qui canalise et conduit
» vers les caisses de l'Etat et des grandes compagnies
» les milliards qui leur permettent d'accomplir leur
» œuvre » (¹).

Mais la spéculation resterait impuissante sans les *capitalistes* et deviendrait forcément inactive. Car le spéculateur peut être assimilé en quelque sorte au commerçant qui garnit ses magasins des marchandises qu'il prévoit nécessaires aux besoins de la consommation et en assure le renouvellement par des marchés à livrer. Si ses prévisions se réalisent, l'intervention constante d'une clientèle fidèle lui permet de se livrer successivement à des combinaisons nouvelles, toujours fructueuses pour lui. Mais, dans le cas contraire, l'inaction de la clientèle, en immobilisant ses disponibilités, le frapperait d'impuissance et, le mettant d'ailleurs dans l'impossibilité de satisfaire à ses engagements, l'accuserait ainsi à une ruine inévitable. De même en serait-il du spéculateur si les capitalistes n'intervenaient pas, soit pour faciliter la prorogation d'engagements dont la liquidation pourrait être désastreuse, soit surtout pour absorber les titres *flottant* sur le marché et concourir ainsi, par des achats continus, à la consolidation des cours.

Il ne faut pas se dissimuler, en effet, que, seule, l'intervention des capitalistes peut assurer cette consolida-

(¹) Boudon, *op. cit.*, p. 22.

tion. Quels que soient les efforts de la spéculation, quelles que puissent être ses tentatives pour *enlever* le marché, si le portefeuille n'intervient pas, la hausse ne peut se produire ou en tous cas être maintenue. Il suffit, pour s'en convaincre, d'examiner la situation du marché des *Mines d'or*. Le portefeuille, trop échaudé par les excès de la spéculation sur ces titres, paraît s'en être détourné définitivement. Les résultats actuels de l'exploitation justifieraient peut-être, sur certains d'entre eux, des cours plus élevés que ceux pratiqués sur le marché. La spéculation s'efforce de temps en temps de donner à cette partie de la cote un regain d'activité. Ses efforts restent impuissants parce que le portefeuille résiste à toutes ses avances; et chaque tentative nouvelle provoque une dépréciation plus accentuée du cours de ces valeurs.

Les spéculateurs et les capitalistes jouent ainsi un rôle distinct, mais également utile, dans le fonctionnement du marché financier. La spéculation, qui, suivant Proudhon, est « le génie de la découverte », recherche les entreprises, souvent les conçoit, en tout cas les introduit sur le marché, les propage et les soutient jusqu'au jour où les capitalistes se décident à s'y intéresser. Ceux-ci interviennent à leur tour pour les étudier, en apprécier les résultats et les risques et mettre enfin en portefeuille, le cas échéant, les titres détenus par les spéculateurs. On dit alors que les titres sont classés. A ce point de vue les spéculateurs apparaissent

comme les *pourvoyeurs* du marché, alors que les capitalistes en sont les *consommateurs*. Le rôle indispensable est évidemment celui du capitaliste, parce que, sans lui, la spéculation n'aurait pas de raison d'être et ne pourrait d'ailleurs exister.

C'est pourquoi, quand on étudie la fonction économique des Bourses de valeurs et surtout quand on veut rechercher les bases les plus logiques de leur organisation, il ne faut pas oublier que, si la spéculation concourt au développement de la richesse nationale et peut être un agent utile du progrès économique, ce n'est pas par l'effet des spéculations que la richesse d'un pays se constitue. « Lorsque j'entends dire, déclarait M. Tirard » à la Chambre des députés, le 23 février 1893, que la » richesse enviée de la France est due à des spéculations » plus ou moins heureuses, à l'appui que tels ou tels » intermédiaires ont donné à des emprunts ou à des » opérations financières qui ont réussi, je réponds ; » non ! Cette situation, nous la devons avant tout à la » puissance de travail de la France, de ses populations » honnêtes, laborieuses, sobres, dont les vertus silencieuses se traduisent par une épargne sans cesse » renaissante et toujours à la disposition de la patrie ».

Cette épargne se transforme, grâce à la Bourse qui lui en donne les moyens, et, au lieu de rester inactive comme autrefois, devient productive à son tour. Il importe de ne pas la compromettre et de la prémunir contre sa propre imprudence. Car c'est surtout par

cette épargne que se sont créées et que se créent tous les jours toutes ces valeurs mobilières qui assurent « dans une harmonie économique dont on ne dira » jamais assez la souveraine splendeur, la solidarité qui » centuple les effets des efforts individuels, et le respect » de l'autonomie intangible des personnes sans lequel » il n'est pas de véritable progrès social ». La sauvegarde de l'épargne, c'est-à-dire de tous les capitaux accumulés par une race économe et prévoyante, qui, s'accroissant sans cesse, constitue au premier chef le patrimoine national, doit être la pensée directrice de l'organisation de tout marché financier. Ce n'est qu'en satisfaisant à cette condition, que ce marché peut remplir, utilement et dans l'intérêt général du pays, sa fonction économique.

CHAPITRE II

Le principe de la liberté du commerce et le marché financier.

La liberté du commerce est un des principes fondamentaux de notre droit moderne. Toute restriction à cette liberté est contraire aux lois économiques, qui considèrent l'initiative individuelle et la concurrence comme les conditions essentielles du progrès social et du développement de la richesse générale. Car « la » concurrence est le stimulant du progrès; elle ravive » sans cesse l'activité sociale; elle est l'âme et l'aiguillon de l'industrie; elle est la condition nécessaire, » indispensable, pour que le producteur soit constamment tenu en haleine et que le consommateur ou le » public soient bien servis » ⁽¹⁾.

Toutefois si la liberté du commerce constitue un principe certain au point de vue économique et s'il convient d'écarter, comme contraire au droit naturel, la prétention de l'ancien régime qui déclarait le droit de travailler un droit royal que le prince pouvait ven-

(1) J. Garnier, *Traité d'économie politique*, n. 167.

dre et que ses sujets devaient acheter ⁽¹⁾, il n'est pas douteux, néanmoins, que le principe de la liberté du commerce doit fléchir lorsque l'ordre public et l'intérêt général le commandent ; car les intérêts privés doivent être subordonnés à l'intérêt général.

On ne peut contester sérieusement à l'Etat le droit de restreindre la liberté du commerce, soit en raison des exigences de la défense nationale, soit pour sauvegarder des droits privés justifiant à ses yeux une faveur particulière, soit encore pour des considérations fiscales ou de nécessité générale dont il est assurément le meilleur juge. D'ailleurs, en certains cas, la liberté absolue du commerce ne serait-elle pas plutôt sa servitude ? C'est tout au moins l'avis de Montesquieu, qui ajoute que « ce qui gêne le commerçant, ne gêne pas pour cela le commerce » ⁽²⁾.

On peut signaler, parmi les nombreuses restrictions apportées au principe de la liberté du commerce, celles relatives à la fabrication des armes de guerre, poudres, salpêtres, etc. ; les monopoles des tabacs, des allumettes, des cartes à jouer, du transport des correspondances, de la fabrication des monnaies ; les privilèges accordés à la Banque de France, aux compagnies de chemin de fer. Le monopole de l'alcool n'est-il pas appelé aussi à surgir d'un moment à l'autre ? et, à ce monopole, ne viendra-t-il pas s'en joindre d'autres,

⁽¹⁾ Édît de février 1776, *Exposé des motifs*.

⁽²⁾ *Esprit des Lois*, 1785, p. 229.

motivés peut-être par des considérations identiques d'ordre général, mais qui plus probablement trouveront leur raison d'être dans des motifs d'ordre budgétaire ?

Toutes les restrictions ainsi apportées à la liberté du commerce se justifient sans doute par des considérations de sécurité nationale ou par les avantages fiscaux qu'en retire l'Etat. Il est assez naturel, par exemple, que l'Etat se réserve le droit exclusif de *battre monnaie* en raison de la légitime préoccupation de mettre les monnaies, instrument d'échange universel, à l'abri de toute altération. Le privilège de la Banque de France, si souvent combattu, n'est-il pas, de son côté, justement motivé par les services très réels que cette institution rend à l'Etat comme au commerce et à l'industrie, dont elle a toujours été un puissant auxiliaire ?

Mais, à côté de ces privilèges d'ordre général, on en relève certains autres qui visent principalement des intérêts privés. Tels, par exemple, les *brevets d'invention*, les *marques de fabrique* et les droits qui consacrent la propriété littéraire ou artistique. « Ce sont, dit Courcelle-Seneuil, des monopoles tout artificiels, mais qui ont un caractère commun, celui de ne nuire à aucun droit antérieur et de rémunérer des services très positifs que la nature laisse sans rémunération » ⁽¹⁾. Sans doute, ces exceptions au principe général sont respec-

(1) Courcelle-Seneuil, *La société moderne*, p. 334.

tables puisqu'elles consacrent la propriété du travail; mais elles démontrent toutefois, au même titre d'ailleurs que les privilèges mentionnés plus haut, que le principe de la liberté du commerce ne saurait être intangible.

Il ne s'agit pas, au surplus, de dissenter ici sur l'utilité des monopoles en général. On peut reconnaître volontiers avec Bastiat, que « tous les monopoles sont détestables ». On peut admettre aussi que le monopole, ainsi que l'indiquent MM. Lyon-Caen et Renault, porte souvent une atteinte nuisible au principe de la liberté du travail ⁽¹⁾. Mais si, en principe, le monopole peut être justement critiqué et si, à cet égard, l'accord peut être unanime, il s'agit surtout de savoir si, en fait, comme le prétend Laboulaye, « le monopole gêne la » liberté industrielle sans prétexte et sans raison ». Et quand on consent à descendre des hauteurs de la théorie pour aborder les réalités de la pratique, il faut bien reconnaître que les exigences de la vie économique, de même que différentes nécessités sociales, peuvent justifier, dans certains cas particuliers, les exceptions apportées au principe de la liberté du commerce.

Il en est ainsi notamment lorsqu'il s'agit de l'organisation du *marché financier*. L'application du droit commun n'est pas admissible et la liberté absolue constituerait le pire danger. « Certes, si l'on n'avait pas à

(1) Lyon-Caen et Renault, *Précis de Droit commercial*, I, n. 1471.

» se préoccuper du côté pratique des choses, la ques-
» tion de l'établissement d'un marché financier serait
» nécessairement résolue par la proclamation du prin-
» cipe de la liberté. On conçoit fort bien que l'économie
» politique, qui est une science d'observations et de
» principes, qui n'a pas à s'occuper de leur mise en
» pratique, condamne tout monopole de droit, quand
» bien même il serait prouvé que le monopole de fait
» est plus préjudiciable aux intérêts de tous que le pre-
» mier. Théoriquement, l'économie politique a raison ;
» mais souvent l'application de principes trop rigoureux
» constitue un obstacle pour le bon fonctionnement de
» la machine humaine. La liberté illimitée est un de ces
» principes, c'est-à-dire qu'en tant que principe, elle
» peut produire des effets pratiques moins satisfaisants
» qu'une liberté limitée » ⁽¹⁾.

Tel n'est pas, toutefois, l'avis de certains esprits qui exagèrent, peut-être de bonne foi, cette autre règle rappelée par Montesquieu que « si les affaires ne sont si
» grandes qu'elles ne soient au-dessus de la portée
» des particuliers, on fera encore mieux de ne point
» gêner par des privilèges exclusifs la liberté du com-
» merce » ⁽²⁾. « Suivant eux, dit M. Boudon, tout ce qui
» constitue la Bourse actuelle, ensemble et détails, est
» détestable ; tout est bon à jeter bas » ⁽³⁾. Ils estiment

⁽¹⁾ Manchez, *Le marché financier*, Congrès international des valeurs mobilières.

⁽²⁾ *Esprit des Lois*, liv. XX, chap. X.

⁽³⁾ Boudon, *op. cit.*, p. 339.

qu'il faut faire table rase et instituer le *marché libre*, comme le facteur le plus énergique du progrès économique et de la prospérité publique. La liberté absolue ne leur semble pas un péril, chacun devant être le meilleur gardien de ses intérêts, le surveillant le plus averti de ses mandataires. Le marché libre serait à leurs yeux le progrès indéfini, l'âge d'or de la vie économique !

« Au lieu d'un nombre limité d'intermédiaires, dit » M. Courtois, tous égaux comme importance financière, » tous soumis comme un peloton de fantassins à l'ordre » d'un caporal, à la discipline d'un règlement aussi des- » potique pour eux que pour le public ; voyez le nombre » des intermédiaires croître et décroître avec les besoins » du public, leur importance parcourir tous les échelons, depuis le plus modeste en capital jusqu'au plus » riche, chacun ralliant une clientèle analogue à l'importance de ses moyens d'action ; voyez les spécialités s'introduire pour la plus grande commodité du » public, et cependant toute cette diversité se soumet- » tant librement, au nom de l'utilité commune et » publique, à une règle, à un contrôle, à une discipline » suffisante pour garantir leur moralité vis-à-vis des » tiers » (1).

Ce n'est déjà plus la liberté absolue ; ce serait la *liberté réglementée*, pourrait-on dire, s'il n'y avait pas

une certaine contradiction entre ces deux termes. Toujours est-il que le principe de la liberté du commerce subirait ainsi une sérieuse atteinte ; car toute réglementation suppose nécessairement des restrictions apportées au libre exercice d'une profession. Mais suivons M. Courtois dans son tableau du marché libre.

« Les intermédiaires, ajoute-t-il, ne trieraient pas, » comme l'ont fait les agents de change de Paris, les » opérations relevant de leurs fonctions pour les écré- » mer et ne s'occuper que des plus fructueuses ; ces » intermédiaires ne laisseraient aucun besoin du public » sans satisfaction, les gradations permettant aux plus » humbles de s'occuper du fretin négligé par les plus » élevés. N'étant pas officiers ministériels mais bien » commerçants libres, on ne pourrait leur faire le » reproche, justement formulé contre les agents de » change, d'avoir négligé certaines opérations au comp- » tant, telles que le papier de commerce, les actions des » Compagnies d'assurances, les matières d'or et d'ar- » gent, opérations difficiles et relativement peu lucra- » tives, mais constituant d'après la loi, avec les effets » publics au comptant, leur bagage principal, pour » s'adonner presque exclusivement aux opérations à » terme que le législateur de 1807 n'a pas eu en vue de » leur attribuer. Loin de là, toute affaire sérieuse trou- » verait, encore une fois, des intermédiaires, non plus » altiers et dédaigneux mais complaisants et allant au » devant des besoins du client. La loi de l'offre et de la

» demande serait enfin appliquée aux courtages comme
 » elle l'est déjà à toutes les opérations commerciales ».

M. Courtois est partisan d'un marché libre, sans limitation de membres mais réglementé. Il existe toutefois des partisans d'un marché sans réglementation et sans surveillance. A la suite du krack de 1882, M. Ménard-Dorian déposa une proposition de loi qui supprimait purement et simplement toutes les lois, ordonnances, arrêtés et règlements sur la Bourse. Le marché aurait joui ainsi d'une liberté absolue. La proposition de M. Ménard-Dorian ne trouva pas d'écho dans le parlement et ne fut pas prise en considération. Aux yeux de la majorité, les intérêts économiques non moins que l'intérêt supérieur de l'Etat réprouvaient une telle expérience. Le souvenir de 1793 était peu encourageant. Appliquer le droit commun à un organisme qui touche aux intérêts vitaux du pays, à des transactions susceptibles d'affecter le crédit public, n'était-ce pas s'exposer aux pires catastrophes? Quand on pense aux fraudes, aux manœuvres, aux désastres dont le marché financier est trop souvent le théâtre, on est bien en droit d'affirmer que l'Etat a le devoir de ne pas se désintéresser de son fonctionnement.

Que serait en effet le marché libre? Si l'on en croit M. Boudon, le marché libre, « c'est la place ouverte à
 » tous venants, aux insolvables, aux incapables, aux
 » gens sans aveu, comme en 1793; ce sont le titre, les
 » droits, le pouvoir de l'agent de change à la portée du

» premier venu, moyennant la possession d'un carnet
» et d'un crayon. C'est la disparition des règles qui
» assurent la bonne exécution des contrats. C'est la
» place désorientée, désorganisée, privée de ses garan-
» ties fondamentales : compétences professionnelles
» connues, solvabilités incontestables, loyautés éprou-
» vées. C'est le marché en proie à toutes les folies de
» l'inexpérience, à tous les méfaits de l'improbité. C'est
» d'abord une ère de désordre, de crises, de débâcles ;
» puis c'est l'enrayement irrémédiable de toutes les
» affaires, faute de confiance dans les personnes et les
» crédits » (1). Il n'y a rien à ajouter à ce tableau.

Les conditions essentielles du bon fonctionnement d'un marché, celles qui assurent sa stabilité et qui constituent dès lors la meilleure garantie du crédit public, telles notamment que la solvabilité des intermédiaires, leur solidarité, leur neutralité, ne sauraient exister dans un marché libre. La confiance réciproque entre les intermédiaires disparaîtrait. On verrait apparaître les lanceurs d'affaires, les agioteurs sans conscience et le plus souvent sans nationalité bien définie, cette tourbe enfin de financiers plus ou moins véreux, que l'on voit toujours surgir des bas-fonds de la société lorsque, toute autorité disparue, il devient loisible de tromper la confiance, de fausser les cours, et de réaliser sans danger des profits illicites. L'agiotage règne-

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 357.

rait en maître et l'épargne nationale, livrée sans défense à la plus dangereuse spéculation qu'on puisse imaginer, entraînerait dans une ruine inévitable le crédit même de l'Etat.

Si l'on juge ces prévisions trop pessimistes, il suffit de rappeler ce que disait Regnault de Saint-Jean d'Angély, au sujet de l'expérience du marché libre tentée en 1793. « Toutes les Bourses de commerce, dit-il dans » l'Exposé des motifs de la loi du 28 ventôse an IX, » offrent le spectacle décourageant du mélange des » hommes instruits et probes avec une foule d'agents » de change et de commerce qui n'ont pour vocation » que le besoin, pour guide que l'avidité, pour instruc- » tion que la lecture des affiches, pour frein que la » peur de la justice, pour ressource que la fuite et la » banqueroute. Le crédit public et particulier est arrêté » dans son essor, contrarié dans ses développements, » par la composition scandaleuse et effrayante de cette » masse d'agents de la Bourse qui, à Paris, sont au » nombre de six cents et plus ; qui, à Paris comme dans » les départements, se rendent arbitres dans les cours, » en vendant et achetant ce qu'ils n'ont pas, peut-être » ce que personne n'a, ce qu'ils savent ne pouvoir » livrer, ce qu'ils savent bien plus sûrement ne pouvoir » payer ; qui s'interposent entre le véritable vendeur et » le véritable acheteur, qui gênent, embarrassent, nui- » sent, étouffent les transactions de toute espèce ». Regnault de Saint-Jean-d'Angély explique ensuite que

c'est cette classe qu'il faut expulser du marché et que la sécurité du commerce exige impérieusement des lois protectrices de la sécurité des transactions.

L'institution du marché libre, sans contrôle et sans réglementation, aurait d'ailleurs des conséquences non moins dangereuses pour la sécurité nationale que pour le crédit public. S'il est un grief que, dans l'état actuel du marché financier, on a relevé souvent contre la coulisse, c'est la prédominance, parmi ses membres, de l'élément cosmopolite ⁽¹⁾. « Ce qui à mes yeux, déclara M. Gauthier de Clagny à la Chambre des députés le 23 février 1893, constitue le péril le plus redoutable, c'est la prépondérance de l'élément étranger dans la haute finance. A côté du péril national que j'ai signalé, il y a un péril social contre lequel il faut à tout prix réagir. Toute cette foule de financiers cosmopolites, qui vient chercher fortune dans notre pays, démoralise lentement notre vieille société française, sur laquelle elle règne en maîtresse par la toute puissance de l'or. Etrangers à tous scrupules, uniquement guidés par le désir de faire rapidement fortune, ils corrompent les sentiments généreux de notre race ».

(1) La situation s'est modifiée à cet égard depuis 1898. S'il existe encore de nombreux étrangers intéressés dans des maisons de coulisse, ils n'y paraissent pas en nom. Les derniers règlements des syndicats de la coulisse ont inscrit la qualité de Français parmi les conditions d'admission et, seuls, les étrangers qui en faisaient partie avant 1898 ont pu y conserver leur situation.

Sans doute, il ne faut rien exagérer et le péril social signalé avec tant de vigueur ne justifie pas le pessimisme des sociologues. Ce ne sont pas quelques centaines de brasseurs d'affaires ou d'agiateurs cosmopolites, si regrettables que puissent être leurs agissements, qui pourront transformer le caractère de notre race, lui enlever sa puissance de travail et d'économie, ses traditions d'honneur et de vertu. Mais le cosmopolitisme présente surtout des dangers au point de vue du crédit national. Nous avons indiqué plus haut l'action prépondérante dévolue à la Bourse des valeurs dans la vie de l'Etat. La prospérité, la grandeur, la sécurité du pays sont liées à son fonctionnement. Peut-on admettre qu'un rouage aussi essentiel de la vie nationale soit livré sans contrôle à des spéculateurs de nationalité plus ou moins incertaine, qui ne peuvent avoir conscience de l'intérêt national?

On répond, il est vrai, que beaucoup de ces spéculateurs ont soin de se faire naturaliser et que, dès lors, ils doivent avoir des droits équivalents à tout autre de vieille souche française. Mais ces naturalisations, qui ne sont pas motivées généralement par un amour platonique de la patrie française, ne doivent-elles pas apparaître comme suspectes? D'ailleurs, les formalités administratives sont impuissantes à transformer les âmes et ne peuvent inculquer à ces naturalisés, qui ont laissé toutes leurs affections et tous leurs intérêts dans leur pays d'origine, les sentiments, les idées, le tempé-

rament, les préjugés qui constituent l'âme française. Les Etats, plus soucieux de sauvegarder leur nationalité que de céder à un sentimentalisme humanitaire vraiment déplacé en pareille matière, n'admettent que leurs nationaux d'origine sur le marché financier. La libérale Angleterre elle-même n'autorise l'admission des naturalisés au Stock Exchange que deux années après leur naturalisation. Ce sont des exemples qu'il serait utile de mettre à profit.

« Or le marché libre, dit Boudon, ce serait la place » livrée aux cosmopolites ; ce serait notre crédit, les » intérêts vitaux de la France, au pouvoir d'une nuée » d'aventuriers, non seulement indifférents aux aspira- » tions du pays, à sa prospérité, à sa grandeur, mais de » qui la politique de tribu serait fréquemment en con- » flit avec la politique nationale » ⁽¹⁾. En admettant qu'il y ait une certaine exagération dans cette conclusion, il n'est pas douteux que l'établissement du marché libre serait susceptible de compromettre dans une large mesure nos intérêts et notre sécurité. Ne peut-on pas rappeler à cet égard la campagne de bourse dirigée, en 1891, contre les fonds russes, campagne qui amena une baisse de sept unités ? Si cette manœuvre a pu produire un tel résultat dans un marché fortement organisé comme la Bourse de Paris, on est en droit de se demander quelles en auraient été les conséquences si cette organisation n'avait pas existé ?

⁽¹⁾ Boudon, *op. cit.*, p. 359.

Ces considérations suffisent pour démontrer que les transactions de la Bourse affectant au premier chef le crédit public et la sécurité nationale, le principe de la liberté du commerce ne peut être appliqué sans restriction au marché financier. L'intérêt supérieur de l'Etat s'y oppose et doit être, en cette matière comme en beaucoup d'autres, la suprême loi. Mais ce ne sont pas les seuls motifs qu'on puisse invoquer pour écarter toute idée de marché libre. Les transactions sur valeurs mobilières ne peuvent être assimilées, en effet, à des opérations commerciales ordinaires. Dans celles-ci, la loi n'intervient pas entre le public qui achète et le marchand qui vend. On prétend, dès lors, qu'il doit en être de même s'il s'agit de valeurs mobilières, le commerce de ces valeurs ne constituant, dans la réalité des choses, qu'une branche du commerce général. C'est une grave erreur.

« Le commerçant n'est pas un intermédiaire au même
» titre que l'intermédiaire de bourse. Il ne perçoit pas
» un courtage sur les opérations d'achat et de vente
» qu'il effectue, d'un côté, avec le fabricant et, de
» l'autre, avec le client. Il fait ce qu'on appelle un
» achat et une vente directs. Il achète pour son compte
» la marchandise et la revend à sa clientèle à ses risques
» et périls. Celle-ci le sait, elle n'a aucune justification
» à exiger, aucune récrimination à présenter sur le prix ;
» la marchandise est sous ses yeux avec le prix demandé.
» La loi n'a pas à intervenir dans une circonstance où

» les parties contractantes savent ce qu'elles font et
» connaissent les conditions du marché » (1).

L'achat et la vente des valeurs mobilières ne peut pas se réaliser dans de pareilles conditions. Pour rendre ces opérations réalisables, pour assurer le libre fonctionnement de la loi de l'offre et de la demande, il a été indispensable de créer un marché spécial et d'instituer une corporation d'intermédiaires chargés d'acheter ou de vendre ces valeurs moyennant une rémunération constituant le seul intérêt qu'ils aient à prétendre dans les résultats de la tractation réalisée par leurs soins. L'intermédiaire agit seul, hors la présence du client ; il représente tantôt l'acheteur, tantôt le vendeur, lorsqu'il ne les représente pas l'un et l'autre en même temps, comme cela a lieu en matière d'*applications*. Il est mandataire, doit rendre des comptes et ne court d'ailleurs d'autres risques que ceux qui résultent du crédit qu'il lui plaît d'accorder à son client.

On peut saisir ainsi la différence qui existe entre les actes accomplis par ce mandataire et les opérations d'un commerçant ordinaire. Autant le droit commun est indispensable pour ces dernières opérations, autant serait-il dangereux appliqué aux transactions de la Bourse. La plus grave conséquence qu'entraînerait cette application, serait la suppression de la neutralité de l'intermédiaire, garantie essentielle de la loyauté de son intervention. Tant

(1) Manchez, *Le marché financier de Paris*. Congrès international des valeurs mobilières, Mémoire n° 21, p. 6.

que l'intermédiaire ne peut opérer en principe que pour le compte de ses clients, la fraude reste sans doute possible, mais elle conserve un caractère occulte et nettement délictueux. Il n'en est plus ainsi lorsque le droit de *Selbsteintritt* existe. La coupe dans les cours est la conséquence naturelle de la suppression de tout contrôle; la bonne foi et la loyauté résistent difficilement à la possibilité de réaliser, sans risques, d'importants bénéfices. La porte se trouve ainsi ouverte à tous les abus.

Sans doute on prétend invoquer la suppression du monopole des courtiers en marchandises et la loi du 18 juillet 1866. Mais on oublie la différence essentielle qui existe entre les transactions sur marchandises, qui n'affectent que des intérêts privés, et les opérations sur valeurs qui intéressent au premier chef le crédit même de l'Etat. Ce précédent est mal choisi. « Les marchan- » dises ne représentent pas la partie de la fortune » publique qu'on appelle l'épargne. Elles circulent » entre les mains de gens de métier pour qui elles cons- » tituent leur instrument de travail et dont rien de ce » qui s'y rapporte ne doit leur être étranger » ⁽¹⁾. D'ailleurs la loi de 1866 n'a pas libéré sans limites le courtage sur marchandises. Les courtiers d'assurances, les courtiers interprètes et conducteurs de navire n'ont pas bénéficié de cette loi. L'institution des courtiers assermentés a également restreint sa portée. Au lieu d'appliquer dans toute son étendue le principe de la

(1) Manchez, *op. cit.*

liberté du commerce aux transactions sur marchandises, le législateur a créé simplement deux classes de courtiers : « l'une libre, il est vrai, et autorisée à exercer » sous l'empire du droit commun ; l'autre privilégiée, » assermentée, disciplinée, tarifée, astreinte à une série » d'obligations », exclusives à tous égards de la liberté qu'on voudrait revendiquer pour le marché financier.

N'y aurait-il pas au surplus une certaine contradiction à vouloir appliquer le principe de la liberté du commerce à des opérations qui ne constituent bien souvent que des actes purement civils ? Car les opérations de Bourse ne sont pas par elles-mêmes des actes de commerce, lorsqu'elles ne se rattachent pas au négoce de celui qui les fait. Elles peuvent seulement recevoir ce caractère des circonstances et du but dans lequel elles ont lieu. Le capitaliste qui effectue des placements de père de famille, le petit rentier qui utilise le fruit de ses économies, les caisses d'épargne et de retraites qui emploient les fonds de leurs déposants ou de leurs adhérents, ne font pas des actes de commerce. La distinction, consacrée par la jurisprudence, repose tout entière sur cette idée que les opérations de bourse, pour être considérées comme des actes de commerce, doivent être réalisées dans un but de lucre et revêtir un caractère flagrant et habituel de spéculation ⁽¹⁾. On peut par

(1) Cassation, 15 juin 1874, D. P., 75. 1. 158 ; 23 janvier 1882, D. P., 82. 1. 246 ; 4 janvier 1886, D. P., 86. 1. 12 ; 5 juillet 1888, *Le Droit financier*, 1888, p. 329 ; 29 novembre 1899, *Le Droit financier*, 1900, p. 257.

conséquent poser en principe que les opérations à terme apparaissent d'ordinaire avec un caractère commercial, tandis que les opérations au comptant, dans la généralité des cas, constituent plutôt des actes civils. Faut-il donc priver celles-ci des garanties dont les premières se passeraient volontiers ?

Avant la loi du 28 mars 1885, la validité des marchés à terme restait incertaine. Les opérations de spéculation n'échappaient aux dispositions de l'art. 1965 du Code civil que s'il résultait des faits et circonstances de la cause que les parties n'avaient pas eu l'intention de se livrer à un simple jeu sur la fluctuation des cours. Il n'en est plus ainsi à l'heure actuelle. Mais l'heureuse modification résultant de la loi précitée ne saurait avoir pour résultat de renverser les principes fondamentaux qui doivent régir, selon nous, l'organisation du marché financier. Il est bon que les marchés à terme, instruments indispensables de la spéculation, aient reçu de la loi la consécration qui les distingue définitivement du jeu et de l'agiotage. Il serait regrettable que cette consécration fit oublier que le marché financier tire sa raison d'être des opérations de placement et qu'il disparaîtrait sans elles. Nul n'ignore, en effet, « que le crédit ne s'improvise pas et que la spéculation, » qui n'a pas pour assises des ressources certaines et » disponibles, n'est qu'une criminelle extravagance »⁽¹⁾.

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 35.

L'épargne, ainsi que cela a été dit plus haut, constitue le client essentiel de tout marché financier, de même qu'elle est la cause génératrice de la richesse nationale. C'est l'épargne par conséquent qu'on doit avoir en vue lorsqu'il s'agit de déterminer les conditions de fonctionnement d'une Bourse de valeurs. Ce sont les intérêts de ces quatre millions de porteurs de valeurs mobilières qui doivent être le principe directeur de son organisation. Certes, il ne s'agit pas de méconnaître l'utilité et les avantages de la spéculation, ni de contester tout ce que peut lui devoir le développement du crédit public. Mais il ne faut pas néanmoins perdre de vue que ce n'est pas par l'effet des spéculations que se constitue, dans la réalité des choses, la richesse d'un pays ; cette richesse est le résultat du travail de ses enfants, depuis le plus humble des travailleurs jusqu'à l'homme de génie qui l'enrichit du fruit de ses découvertes, le produit du labeur incessant et opiniâtre qui caractérise notre race.

Or, l'obligation qui incombe à l'Etat de sauvegarder cette épargne est nécessairement exclusive de l'application du principe de la liberté du commerce au marché financier. Cette obligation est d'autant plus étroite que la fortune mobilière est plus divisée, et que, par cela même, les porteurs de titres sont plus inhabiles à diriger et à défendre leur portefeuille. L'épargne est trop souvent aventureuse. L'appât du gain exerce partout son attrait, mais avec plus d'effet sur ceux qui n'ont pas

été préparés à en saisir les dangers. Défendre l'épargne contre ses propres entraînements est le devoir primordial de tout gouvernement soucieux de l'avenir et de la sécurité du crédit public. Et ce serait faillir à ce devoir que de la livrer sans contrôle, sans lui assurer des *conseils indépendants et autorisés*, à tous les *manieurs d'argent* dont l'établissement du marché libre faciliterait les manœuvres et favoriserait l'improbité ⁽¹⁾.

Sans doute, « si l'on n'écoutait que ses aspirations » naturelles, on se prononcerait toujours et en toutes » choses pour la liberté sans limite. Ce régime est très » simple à établir. Il suffit de le proclamer puis de » laisser faire chacun suivant son bon plaisir et dans la » mesure de sa responsabilité. Certes, si tous les hom- » mes étaient sages, honnêtes, soucieux du bien d'au- » trui, aucune règle ne serait nécessaire pour les con- » duire, aucune loi ne devrait prévoir les peines à » encourir par ceux qui auraient causé un dommage » aux autres. La protection de la nature humaine ne » comporterait aucune mesure de surveillance et de » sauvegarde. Mais à quoi sert d'évoquer l'irréalité » dans les choses de ce monde? Pourquoi supposer la » liberté absolue pour des êtres si dissemblables dont

(1) L'Etat affirme chaque jour par des lois sociales, de plus en plus nombreuses et de plus en plus importantes, le devoir qui lui incombe de défendre l'épargne nationale. La loi du 17 mars 1905 a institué à cet effet le contrôle et la surveillance des Sociétés d'assurances sur la vie. Le contrôle et la surveillance des Sociétés de capitalisation vont devenir effectifs à bref délai. On peut signaler aussi les lois sur les Caisses d'épargne, etc..

» les uns, plus intelligents et plus forts que les autres,
» auraient bien vite asservi cette liberté à leur profit
» exclusif? ⁽¹⁾ »

Il serait superflu d'insister. D'ailleurs les partisans du marché libre, tout au moins en majeure partie, ne réclament plus, à l'heure actuelle, pour le marché financier, le droit absolu de se mouvoir à sa guise dans les limites du droit commun. S'ils persistent à soutenir que le *marché libre* serait pour notre pays le facteur d'une suprématie financière incomparable, la plupart d'entr'eux admettent toutefois que le régime de la liberté absolue, incompatible avec nos coutumes et nos mœurs, serait susceptible de compromettre la sécurité des transactions et l'avenir du marché. Ils reconnaissent qu'on ne peut laisser « fonctionner à l'aventure » une institution qui intéresse la fortune, le crédit et la « sûreté de la nation » ⁽²⁾. Pour eux, le *marché libre*, c'est le *marché réglementé*. Il importe dès lors de rechercher comment et sous quelle forme ils entendent que cette réglementation soit réalisée.

Toutefois, il est intéressant d'examiner, au préalable, l'organisation et le fonctionnement du marché financier dans les pays étrangers. Les partisans du marché libre argumentent, à l'appui de leurs prétentions, de l'exemple de ces marchés. Suivant eux, « aucun marché à

⁽¹⁾ Manchez, *Le marché financier*. Congrès international des valeurs mobilières, Mémoire, n. 21.

⁽²⁾ Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 370.

» l'étranger n'est institué sur des bases semblables à
» celles du marché français et cette situation n'est nul-
» lement pour ce dernier une cause de supériorité » (1).
L'étude comparative des méthodes en vigueur dans les
différents pays permettra de préciser comment, dans
chacun d'eux, est appliqué le principe de la liberté du
commerce, et d'apprécier ainsi les causes de supériorité
ou d'infériorité des différents systèmes en usage sur les
places étrangères.

(1) Oudin et Em. Vidal, *L'organisation du marché libre*. Congrès international des valeurs mobilières, Mémoire, n. 52.

CHAPITRE III

L'organisation des marchés étrangers et le principe de la liberté du commerce.

Les partisans du *marché libre* invoquent généralement à l'appui de leurs prétentions l'exemple des marchés étrangers. Leur argumentation à cet égard n'a peut-être pas toute la portée qu'ils voudraient lui donner. Au surplus, si le marché était libre au Japon, faudrait-il en conclure nécessairement qu'il doit en être de même dans tous les pays? Mais, « chez d'autres » nations aussi, le commerce du tabac est libre, alors » que chez nous il est monopolisé. Et il existe de part » et d'autre d'excellentes raisons pour qu'il en soit » ainsi. C'est l'éternelle justification du mot de Pascal. « Des doctrines, théoriquement excellentes et très flo- » rissantes à l'étranger, peuvent, à raison de différences » de traditions, de coutumes, d'habitudes d'esprit, être » d'une acclimatation impossible sur notre sol. La » liberté du marché serait aussi funeste à Paris que la » réglementation absurde à New-York » (1).

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 353.

L'organisation des différents marchés étrangers ne paraît pas, d'ailleurs, susceptible de justifier les prétentions des partisans du marché libre. L'examen de de cette organisation leur serait plutôt défavorable; car on peut dire qu'il n'existe aucun *marché libre* dans le sens absolu. Tous les marchés sont, à l'heure actuelle, *réglementés* et ceux qui ont joui pendant un certain temps de la liberté à peu près absolue ont vu se produire de si graves inconvénients que leur transformation en marchés réglementés s'est imposée comme une nécessité sociale. Les marchés étrangers doivent toutefois, au point de vue de leur réglementation, faire l'objet d'une distinction, suivant que cette réglementation a lieu avec ou sans intervention de l'Etat. Et c'est, dès lors, en faisant état de cette distinction qu'il convient d'indiquer quelles sont les bases essentielles de leur organisation.

SECTION PREMIÈRE

MARCHÉS RÉGLEMENTÉS AVEC INTERVENTION DE L'ÉTAT

Cette catégorie doit comprendre toutes les Bourses dont l'organisation a motivé l'intervention de l'Etat dans une mesure quelconque. On constate ainsi que cette intervention s'est produite dans les pays suivants : Allemagne, Autriche, Italie, Espagne, Portugal, Russie, Hollande, Danemark, Suède, Norvège, Ser-

bie, Grèce, Roumanie, Chili, Pérou, Bolivie, Mexique.

En Grèce, en Roumanie, comme à Saint-Domingue, l'organisation et le fonctionnement des Bourses sont régis par le Code de commerce français.

Au Chili et dans les pays qui s'inspirent de sa législation (Mexique, Bolivie, Pérou), l'organisation du marché financier est sensiblement identique à celle qui existe en France. Les courtiers ont un caractère officiel ; ils sont nommés par l'Etat sur la présentation du Tribunal de commerce ; leur nombre est limité et ils sont astreints à des obligations nettement précisées.

Dans les pays scandinaves, la Bourse est organisée ; en Danemark par l'autorité locale avec approbation du roi, en Suède et en Norvège par décret royal. Il existe, dans ces différents pays, des courtiers libres et des courtiers assermentés. Ceux-ci ont des attributions particulières et certaines négociations leur sont exclusivement réservées. Leurs attributions, notamment en Suède, ont beaucoup d'analogie avec celles des courtiers allemands assermentés.

Il n'y a pas à insister davantage sur l'organisation des Bourses dans les différents pays dont il vient d'être question. Il s'agit là de marchés d'ordre secondaire, dont il était sans doute intéressant de signaler le fonctionnement, mais qui, au point de vue spécial qui nous occupe, ne pourraient servir de point de comparaison que d'une manière relative. L'organisation des Bourses en Allemagne, Autriche-Hongrie, Italie, Russie, etc.,

peut au contraire offrir d'utiles exemples et mérite, à cet égard, une attention particulière.

ALLEMAGNE

Le Code de commerce allemand ne renfermait pas de dispositions spéciales relatives aux Bourses et avait simplement édicté, dans ses articles 66 à 84, quelques prescriptions générales sur le courtage. Les législations de chaque Etat restaient chargées de fixer l'organisation des Bourses par des règlements conformes aux usages des différents marchés. Les négociations avaient lieu par l'intermédiaire de courtiers : les courtiers officiels ou courtiers assermentés et les courtiers libres. Les bordereaux délivrés par les premiers avaient seuls un caractère authentique et le Code de commerce définissait les courtiers assermentés : « des intermédiaires officiellement institués pour les actes de commerce ».

Les Bourses allemandes ont été réorganisées par une loi d'empire du 22 juin 1896. Après avoir édicté des dispositions générales sur les Bourses et leurs organes, cette loi réglemente successivement l'établissement des cours de bourse et du courtage, l'admission des valeurs au marché, les marchés à terme de bourse, les opérations de commission et prescrit enfin différentes pénalités. Mais ce qui caractérise spécialement la loi sur les Bourses, ce sont les droits de surveillance et de contrôle accordés au gouvernement fédéral, dont l'intervention

est basée sur ce principe que « l'unité des principes généraux doit être assurée dans son développement ultérieur par l'intervention persistante de l'organe impérial ».

L'innovation la plus grave de la loi, comme moyen de contrôle des pouvoirs publics, consiste dans la désignation, prescrite par l'art. 2, d'un *commissaire d'Etat*, délégué par le gouvernement régional auprès de chaque Bourse. Ce commissaire a pour mission, d'après cet article, « de veiller au trafic des affaires dans la » Bourse, ainsi qu'à l'exécution des lois et dispositions » réglementaires promulguées relativement à la Bourse » d'après les instructions du gouvernement régional ». Il a le droit d'assister aux délibérations des organes de la Bourse et peut intervenir lorsqu'il y a lieu de sévir contre un boursier ayant contrevenu aux règles de la probité et de la délicatesse.

L'article 3 stipule la création, auprès du Conseil fédéral, d'une délégation permanente appelée à provoquer des perfectionnements dans la législation des Bourses, avec autorisation de soumettre des propositions au Chancelier de l'Empire et d'entendre des experts. L'article 6 confère ensuite au Conseil fédéral le droit d'interdire les institutions de la Bourse pour des branches d'affaires déterminées ou à les soumettre à certaines conditions. Les articles 35, 42, 50, édictent aussi différentes prescriptions relatives à l'intervention du Conseil fédéral et ce dernier article notamment l'autorise « à subordonner à des conditions déterminées le marché à

terme de bourse ou à l'interdire en certaines espèces de marchandises ou de valeurs ».

La création des Bourses est soumise, d'ailleurs, à l'autorisation du gouvernement local, qui a toujours le droit d'ordonner la suppression des Bourses existantes (art. 1^{er}). Les règlements des Bourses sont soumis à l'approbation du même gouvernement, qui peut prescrire l'insertion d'une clause « d'après laquelle, dans la » direction des Bourses et produits, l'agriculture, les » industries auxiliaires agricoles et la meunerie auront » une représentation respective » (Art. 4).

Ces dispositions générales indiquent avec quelle rigueur l'intervention de l'Etat a entendu se produire, non seulement pour l'organisation des Bourses mais encore pour en surveiller le fonctionnement. Antérieurement à la loi de 1896, les Bourses étaient autonomes ; elles sont passées du fait de cette loi sous la tutelle du gouvernement. Ces mesures restrictives du principe de la liberté du commerce ont été provoquées par les abus dont les places allemandes étaient le théâtre et par les « mauvaises pratiques introduites dans la vie commerciale » par une spéculation malsaine et effrénée.

En 1890 et 1891, la passion du jeu s'était propagée « à travers toutes les classes sociales ; si les conséquences » avaient été moins terribles qu'en 1872, le mal semblait » devenu plus profond. *Pasteurs, garçons de bains,* » *officiers, employés de bureau,* tous les milieux les plus » divers avaient été atteints par le désir très humain de

» faire rapide fortune et par celui de lutter avec succès
» contre l'abaissement du taux de l'intérêt qui coïncidait
» avec l'augmentation des besoins, avec des exigences
» toujours nouvelles. Les *plongers*, ces joueurs sans prin-
» cipe qui jouent le tout pour le tout, furent nombreux.
» Les agrariens disaient d'une façon trop pessimiste,
» mais non sans quelque vérité, que la bourse à terme
» de Berlin était assiégée par une armée de spéculateurs
» pour la plupart gens d'espèce douteuse qui sont
» appelés avec raison la terreur des opérations effec-
» tives » (1).

C'est en raison de cette situation qu'une *commission d'enquête sur les Bourses* fut instituée le 16 février 1892. Les travaux de cette commission ont abouti à la réorganisation des Bourses sur les bases édictées par la loi du 22 juin 1896. La commission d'enquête avait à déterminer la part à laisser à l'autonomie individuelle et celle à accorder à l'Etat. Les *libéraux* considéraient comme *superflue*, voire même désastreuse, l'intervention gouvernementale, les Bourses ne pouvant prospérer, suivant eux, que sous un régime libre et en laissant au commerce son développement naturel. Les partisans d'un socialisme d'Etat assez avancé réclamaient au contraire une énergique intervention gouvernementale. La commission adopta un moyen terme, qui ne devait satisfaire personne, mais qui, tout en maintenant aux

(1) Sayous, *op. cit.*, p. 381.

Bourses une certaine autonomie, assurait le contrôle effectif du pouvoir.

De nombreuses critiques ont été formulées contre le choix ainsi fait « d'une voie moyenne entre le libéralisme et l'étatisme » pour organiser les Bourses. Nous n'avons pas à les examiner ici, ni à rechercher si, comme on le prétend dans certains milieux, « les heures d'existence de la loi des Bourses sont comptées ». Elle a déjà fourni une certaine carrière et les ingénieuses combinaisons imaginées pour faire échec à certaines de ses dispositions ont permis au marché financier allemand de ne pas déchoir de son importance. Bornons-nous donc à constater que le principe de la surveillance gouvernementale sur les Bourses ne peut qu'être approuvé, en règle générale. Car les intérêts en jeu dépassent le cercle du commerce pour atteindre toutes les classes de la société et, le crédit public subissant le contre-coup des abus qui se produisent inévitablement en pareille matière, le gouvernement ne saurait rester indifférent.

En dehors des dispositions générales signalées plus haut, les principales innovations de la loi sur les Bourses ont trait à l'admission des valeurs à la cote, à l'interdiction des opérations à terme sur parts d'entreprises minières et industrielles ainsi que sur les céréales et produits de l'industrie meunière, à l'institution d'un registre de Bourse et à la consécration du droit de *selbsteintritt* sous certaines restrictions. Ces innovations

ne sont pas sans intérêt. Les prescriptions relatives à l'admission des valeurs à la cote, l'obligation d'appuyer la demande d'admission d'un *prospectus d'émission*, la responsabilité qu'encourt le signataire de ce prospectus, constituent des garanties susceptibles d'assurer *l'honnêteté* du titre. L'interdiction des opérations à terme sur les parts d'entreprises minières et industrielles tire sa raison d'être des abus qui ont motivé la réorganisation des Bourses allemandes, mais se justifie difficilement.

L'institution du *registre de Bourse* est peut-être le plus curieux essai de réforme de la nouvelle loi. Toutes personnes qui veulent participer aux opérations à terme de bourse doivent se faire inscrire sur le registre de Bourse dont la tenue est prescrite par l'article 54. Ce registre est public. L'inscription peut être demandée pour une ou plusieurs branches déterminées. Le droit d'inscription est de 150 marks et la taxe annuelle de 25 marks. La validité des opérations dépend de l'inscription au registre de Bourse des contractants. S'ils y sont inscrits, le marché est toujours obligatoire; dans le cas contraire, il est nul. On a pensé, en créant ce registre, écarter de la Bourse, en raison de la publicité qui serait donnée à leurs spéculations, les personnes qui, par leur situation sociale, ne devaient pas se livrer à des opérations de cette nature.

Les cours des valeurs sont constatés et fixés par des courtiers du cours (*kursmakler*), agents institués et révoqués par le gouvernement régional, autorisés à

s'entremettre dans les opérations et chargés, à l'issue de chaque Bourse, d'établir officiellement la cote d'après les documents dressés pour les marchés conclus par leur ministère. Il leur est interdit d'opérer pour leur compte, mais ils ne jouissent d'aucune exclusivité en ce qui concerne les négociations des valeurs. Les courtiers du cours sont astreints d'ailleurs à différentes obligations, notamment en ce qui concerne la tenue des livres; et la *Chambre des courtiers* est chargée d'exercer sur eux une certaine surveillance et de défendre les intérêts de la corporation.

L'art. 34 de la loi sur les Bourses a supprimé les *courtiers officiels* dont l'institution était prévue par l'art. 66 C. com. Les *courtiers du cours* sont les seuls courtiers officiels des bourses allemandes. A côté d'eux, existent les courtiers libres (*Privatmakler*, *Propermakler*) ou *courtiers privés*, et les commissionnaires qui agissent tantôt comme intermédiaires, tantôt comme contreparties. La loi nouvelle a autorisé, en effet, le courtier ou le commissionnaire à faire la contrepartie de son client, mais s'il prend cette qualité, il doit le déclarer expressément dans l'avis d'exécution. Toute opération faite en contrepartie à l'insu du client est nulle. La loi édicte d'ailleurs certaines mesures et prescrit différentes pénalités pour empêcher le commissionnaire de « couper dans le cours », c'est-à-dire de spéculer sur le dos de son client; mais l'efficacité de ces mesures reste incertaine.

Il convient d'ajouter enfin que le marché financier allemand comporte un élément spécial constitué par les *banques de courtiers*, sociétés anonymes dont le but est de faciliter les conclusions des marchés à terme. Les principales sont : le *Boersenhandelsverein*, la *Makler-bank* et le *Berliner Makler-Verein*, dont le siège est à Berlin. Ces banques ne spéculent pas pour leur compte et ne contractent pas avec des personnes étrangères à la place ; elles se bornent à faire fructifier leurs capitaux. Elles traitent avec différents courtiers qui, en échange du droit d'offrir à leurs clients la garantie de la banque, abandonnent à celle-ci une quote-part de leurs courtages, le plus souvent 50 p. 100. La banque supporte l'insolvabilité des clients dans la proportion des courtages lui revenant et limite naturellement le *crédit* accordé par elle à chaque courtier. Ces banques jouent un rôle important, mais sont exposées aussi à bien des risques.

La loi sur les bourses, en interdisant le *marché à terme de bourse* sur les parts d'entreprises minières et industrielles, a développé le rôle des banques de courtiers. Cette interdiction écartait du trafic à terme beaucoup de valeurs dites de spéculation et était de nature à porter une grave atteinte à l'activité des transactions. Pour y remédier, on imagina une combinaison établissant sur le marché libre, à côté du marché officiel et sous la forme d'opérations au comptant, un trafic spécial qui constitue ce qu'on est convenu d'appeler

le trafic en compte courant des banques de courtiers.

Les grandes lignes de ce trafic sont les suivantes. Si on désire spéculer à la hausse sur une valeur du *Montanmark*, dont le trafic à terme est interdit par la loi, on fait acheter au comptant, par un courtier en rapport avec une banque de courtiers, tel multiple qu'on désire de la quantité en usage sur le marché à terme, par exemple 15.000 marks de valeur nominale, en déclarant accepter les conditions de la banque pour le trafic en compte courant. L'ordre est exécuté et les titres sont levés par la banque qui en porte la valeur, à l'actif du client, dans un compte dit compte des valeurs; en même temps, l'avance faite par la banque est débitée en compte courant au client qui doit payer les intérêts stipulés par les conditions de la banque. A la fin de chaque mois, c'est-à-dire à la date correspondant à la liquidation en Bourse, si le client désire *prolonger* la situation, la valeur des titres est établie d'après les cours du *Montanmark* et le client se trouve débiteur ou créancier de la différence entre cette contre-valeur et le prix originaire, non compris les intérêts et les commissions convenues. L'opération est alors renouvelée pour une nouvelle période; le client est crédité de nouveau des titres au compte valeurs et débité en compte courant du prix déterminé par l'évaluation faite en fin de mois; on procède ensuite, lors de la nouvelle échéance, à la fixation de la contre-valeur et il peut en être de même successivement jusqu'au jour où le client se

décide à liquider définitivement en faisant revendre les titres. Cette combinaison a développé considérablement les affaires des banques de courtiers, qui, seules, peuvent disposer de l'énorme circulation nécessitée par ce trafic spécial.

Telle est, dans ses grandes lignes, l'organisation du marché financier, en Allemagne. L'intervention de l'Etat y est prépondérante et il n'est pas indifférent de remarquer qu'elle a été motivée par une série d'abus qui, sous l'empire d'une réglementation plus libérale, avaient mis en péril, à différentes reprises, les éléments essentiels de la vie économique et le crédit public. Associations privées et indépendantes, avant le 1^{er} jan-1897, les Bourses ont dû, sous la pression des événements, subir une réglementation rigoureuse et passer sous la tutelle de l'Etat.

AUTRICHE-HONGRIE

Les Bourses autrichiennes fonctionnent sous le contrôle de l'Etat : elles sont régies par deux lois de 1875, complétées par l'ordonnance du 8 décembre 1875 et le règlement organique du 19 août 1888.

Les Bourses sont créées par des associations privées, mais leur établissement est subordonné à l'autorisation du Ministre des finances et du Ministre du commerce. Elles s'administrent elles-mêmes sous la double autorité du *Conseil de Direction*, institué d'après les règlements spéciaux à chaque place, et d'un *Commissaire de*

la Bourse, fonctionnaire public représentant l'Etat. C'est cette institution du commissaire de la Bourse, créée par l'article 4 de la loi du 1^{er} avril 1875, que s'est appropriée la loi du 22 juin 1896 sur les bourses allemandes. Le commissaire de la Bourse a pour mission d'exercer sur le marché la haute surveillance, de veiller à l'exécution de toutes les prescriptions qui le concernent, de signaler les abus et de s'adresser, pour y mettre un terme, aux autorités publiques. Il a le droit d'assister à toutes les délibérations des comités de la bourse, d'en suspendre l'exécution et de provoquer toutes les mesures utiles pour assurer l'observation des lois existantes et des règlements. Il peut aussi se faire représenter les livres des courtiers et prononcer contre eux les peines dites *réglementaires*.

Le Conseil de direction propose au gouvernement les règlements, a la gestion du budget de la Bourse et la police des réunions, détermine, sauf approbation des ministres compétents, les conditions des négociations et l'admission du public sur le marché, les exclusions et toutes mesures propres à assurer le bon fonctionnement du marché. Il donne son avis sur l'admission des valeurs à la cote, mais c'est le ministre des finances qui statue définitivement à cet égard.

Les courtiers se recrutent par la voie du concours et sont nommés par l'Etat sur la présentation du conseil de direction. Ils sont les intermédiaires officiels des opérations commerciales et peuvent être investis soit de

la généralité des opérations de courtage, soit d'une seule catégorie. Ils doivent prêter serment, exercer personnellement leur charge, garder le secret professionnel, ne pas opérer pour leur propre compte, tenir les livres réglementaires, s'assurer de l'identité de leurs clients et de leur solvabilité, ne négocier que les valeurs inscrites au bulletin officiel, remettre aux parties dès la conclusion de l'affaire un bordereau relatant les conditions de l'opération, et délivrer à toute réquisition un extrait certifié de leur livre-journal.

Pour être courtier, il faut être citoyen autrichien et âgé de vingt-quatre ans au moins. Tout manquement aux devoirs professionnels entraîne des *peines réglementaires* ou des *peines disciplinaires*. Les courtiers peuvent se former en *syndicats*. Les statuts des syndicats sont arrêtés par les ministres des finances et du commerce. Le courtage est fixé par l'autorité administrative après avis du commissaire de la Bourse, le syndicat des courtiers entendu.

L'organisation des bourses autrichiennes se rapproche ainsi sensiblement de l'organisation des bourses françaises. Les courtiers officiels sont l'équivalent de nos agents de change et ont, comme ceux-ci, le privilège des négociations en bourse. Ils ne sont pas toutefois propriétaires de leurs charges. Constitués en syndicat, ils ont un fonds de réserve, sont placés sous l'autorité du syndic élu par eux et jouissent d'une situation privilégiée. Les négociations se pratiquent sur les mar-

chés autrichiens avec des règles à peu près identiques à celles de la Bourse de Paris. Et à côté des courtiers officiels existent aussi des courtiers libres, véritables coulissiers, dont les opérations soulèvent parfois de sérieuses contestations.

Le régime des bourses autrichiennes, plus libéral peut-être à certains points de vue que celui des bourses allemandes, n'en est pas moins fort rigoureux. Les pouvoirs dont jouit le commissaire de la Bourse donnent à ce régime un caractère particulier. L'intervention de l'Etat est ainsi permanente. Elle n'est pas limitée à l'organisation du marché; elle préside constamment à son fonctionnement. Ce n'est plus un simple droit de contrôle que l'Etat s'est réservé; c'est une surveillance active et sans trêve qu'il exerce sur la Bourse pour en assurer la bonne administration et le fonctionnement normal et régulier.

ITALIE

Les Bourses italiennes sont créées par décret royal et placées sous le contrôle des ministres de l'agriculture, du commerce et de l'industrie. Leur organisation est déterminée par le Code de commerce, livre I^{er}, titre V, la loi du 8 juin 1868 et celles des 14 juin 1874 et 13 septembre 1876, ainsi que par divers règlements spéciaux toujours soumis à l'approbation du roi.

Les négociations sont faites par des *médiateurs publics* et des *courtiers*. Les médiateurs publics sont des *agents*

de change chargés de la négociation des effets publics et valeurs admis à la cote, ainsi que des lettres de change, billets à ordre et autres papiers négociables, de la constatation des cours des valeurs sous la surveillance du syndicat, de procéder aux transferts des rentes sur l'Etat et des autres valeurs et de délivrer tous certificats nécessaires.

L'art. 16 du décret royal du 23 décembre 1865 a institué les chambres syndicales de *courtiers publics* dans les villes où existe une Bourse de commerce. Composées de six à dix-huit membres, dont un tiers d'agents de change et deux tiers d'autres courtiers, la chambre syndicale choisit parmi ses membres un président qui doit être agent de change et un vice-président. Les chambres syndicales administrent les bourses sous la surveillance immédiate de la chambre de commerce, constatent définitivement les cours sur la déclaration des agents et publient le bulletin officiel. Elles sont chargées en outre de veiller à l'observation des règlements et de défendre les droits et prérogatives de la compagnie.

Les agents de change sont nommés par le roi sur la proposition du ministre des finances. Leur nombre n'est pas invariable et est déterminé dans chaque ville par décret royal sur la même proposition faite d'accord avec le ministre de l'agriculture et du commerce. Les agents de change doivent prêter serment, verser un cautionnement et sont astreints à différentes obligations parti-

culières. Toute immixtion dans les fonctions d'agent de change est illégale; mais bien qu'ils soient *officiers publics*, ils n'ont pas la propriété de leurs charges. Il convient d'ajouter que, depuis la loi du 13 septembre 1876, leur ministère n'est pas obligatoire, le Code de commerce de 1882 n'ayant pas dérogé aux dispositions de cette loi.

L'agent de change n'est pas soumis au secret professionnel. Il peut faire connaître le nom de son client à son co-contractant et, dans ce cas, n'est pas responsable de l'exécution du contrat. Aucune loi ne lui défend de faire des opérations pour son compte, sauf s'il est accrédité près de l'Administration de la Dette publique. Il a l'obligation de tenir les livres ordinaires de commerce et a droit aux émoluments fixés par les règlements des bourses et des chambres de commerce. En cas d'infraction aux règlements, l'agent de change est passible de pénalités appliquées par l'autorité judiciaire à la diligence des syndicats.

Les principales bourses italiennes sont celles de Rome, Milan, Gênes, Turin, Naples et Palerme. Elles sont ouvertes aux citoyens italiens, aux étrangers et même aux femmes. Les marchés s'y traitent dans des conditions à peu près identiques à celles des bourses françaises. On y fait des opérations au comptant et à terme et celles-ci peuvent être fermes ou à prime. Les époques de liquidation sont le 15 et la fin du mois. Les valeurs admises à la cote sont seules susceptibles

d'être négociées. L'exception de jeu n'est pas admise.

On peut constater ainsi que l'organisation des bourses italiennes ne réalise pas les desiderata des partisans du marché libre. L'intervention de l'Etat se manifeste avec moins de rigueur peut-être que dans les bourses allemandes et autrichiennes, mais elle exerce néanmoins une action prépondérante dans leur fonctionnement. Ce n'est pas, dès lors, sous ce régime que le principe de la liberté du commerce a trouvé son expression.

ESPAGNE

En Espagne, les Bourses sont *officielles* ou *privées*. Leur organisation a été fixée par le Code de commerce promulgué en 1885, complété par le décret royal du 31 décembre de la même année. Les bourses officielles doivent être créées par décret royal ; leurs règlements sont subordonnés à l'approbation du ministre *de fomento*. Les bourses privées sont organisées par des sociétés particulières et toute latitude leur est laissée à cet égard.

Le Code de commerce reconnaît comme agents intermédiaires de commerce : les agents de change et de bourse, les courtiers de commerce et les courtiers interprètes de navire. Ces agents intermédiaires sont divisés en deux catégories : les agents et courtiers inscrits et les courtiers libres. Les premiers peuvent être constitués en *corporation*. A la tête de la corporation est une *junte syndicale* élue. Les agents, membres de la corpo-

ration, ont le caractère de *notaires* en ce qui concerne la négociation des effets publics, des valeurs industrielles ou commerciales et les autres actes de commerce compris dans leurs fonctions.

Pour être membre de la corporation, il faut satisfaire aux différentes conditions prescrites par l'article 94 du Code de commerce et être nommé par le ministre de *fomento* après avis de la *junte syndicale*. Les agents de change *incorporés* ont le *privilege* de servir d'intermédiaires dans les négociations et transferts des effets publics et des valeurs susceptibles d'être cotées, définis par l'article 68. Ils peuvent aussi s'entremettre, concurremment avec les autres courtiers, dans toutes les opérations, en se soumettant aux responsabilités propres à ces opérations. Ils sont astreints au secret professionnel et ne peuvent faire des opérations pour leur propre compte. Ils sont soumis enfin, ainsi que tous autres courtiers, à une série d'obligations professionnelles dont la violation peut motiver leur révocation par le gouvernement après avis de la Chambre syndicale et sauf pourvoi devant la juridiction administrative statuant au contentieux.

La *junte syndicale*, à la tête de laquelle se trouve un syndic-président, est chargée des règlements intérieurs de la corporation qui sont soumis à l'approbation du gouvernement. Elle publie les opérations, dresse le tableau de la cote, publie le bulletin de la Bourse et effectue la liquidation. Elle veille aussi à l'exécution des

règlements et donne son avis au gouvernement sur les contraventions constatées.

Les principales Bourses espagnoles sont celles de Barcelone, Madrid, Valence, Bilbao, Séville, Cadix, Saragosse, etc... Les opérations s'y traitent au comptant et à terme, fermes ou à prime ; et les agents sont tenus de se remettre réciproquement une note écrite de leurs opérations et de fournir une note identique, signée par eux, à leurs commettants. Les droits de courtage sont fixés par le gouvernement. L'exception de jeu est admise par la loi.

La réglementation des bourses espagnoles émane exclusivement de l'Etat, qui intervient pour exercer une surveillance assez étroite sur leur fonctionnement. L'existence de *courtiers libres* présente bien peu d'importance en raison des droits spéciaux et des privilèges réservés aux *courtiers incorporés*. Ceux-ci jouissent d'une situation exceptionnelle et, en leur accordant le caractère de *notaires*, l'art. 93 C. com. a donné à leur intervention une portée dont on ne retrouve l'équivalent dans aucune législation. Moins rigoureuse peut-être en apparence que celle des autres pays, l'organisation des Bourses en Espagne apparaît, en fait, plus étroite.

RUSSIE

Tous les courtiers peuvent, en Russie, servir d'intermédiaires pour les opérations sur effets publics et autres. On peut dire, dès lors, qu'en principe le courtage est

libre. Il existe des *courtiers jurés*, dont les négociations ont seules un caractère authentique et qui ont le *privilege* de faire figurer à la cote officielle le cours de leurs négociations. La liberté du courtage se trouve ainsi sérieusement restreinte, en fait. Les obligations et les responsabilités imposées aux courtiers jurés les mettent dans une situation analogue à celle des agents de change dans le droit français.

Les principales bourses russes sont celles de Saint-Pétersbourg, de Moscou et d'Odessa. Elles sont instituées par l'autorité locale avec l'approbation du Tzar.

Les courtiers jurés sont admis après examen devant le comité de la Bourse et confirmés dans leurs fonctions par le ministre du commerce. Le nombre de ces courtiers est de 106 à Saint-Pétersbourg et de 60 à Odessa. Ils sont astreints au secret professionnel, doivent exercer leur mandat en personne, tenir les livres réglementaires, ne pas faire d'opérations pour leur propre compte. Ils sont soumis à une réglementation fort étroite et leurs livres et bordereaux ont un caractère authentique. Ils prêtent serment avant d'entrer en fonctions, fournissent un cautionnement et peuvent être destitués, notamment : 1° pour un enregistrement faux ; 2° pour la perte de leurs livres ; 3° pour n'avoir pas présenté le livre d'enregistrement à l'autorité aux dates fixées.

Dans chaque bourse existe un Comité chargé de la surveillance des agents de change, jouissant à cet égard

d'un pouvoir disciplinaire et prononçant l'admission à la cote. Un agent de change est en outre, dans chaque bourse, nommé agent supérieur et a pour mission principale d'établir la cote officielle d'après les cours des négociations réalisées par tous les agents. Les agents de change jouissent d'un privilège, en ce sens qu'il est interdit au public de s'adresser aux courtiers qui ne sont pas courtiers jurés.

Les marchés à terme sont interdits en Russie. C'est un des derniers pays où existe cette prohibition. Mais elle est dépourvue de toute sanction pénale. Les réclamations que pourraient motiver les opérations de cette nature ne peuvent toutefois donner lieu à une action en justice.

SECTION II

MARCHÉS RÉGLEMENTÉS SANS INTERVENTION DE L'ÉTAT

ANGLETERRE

Le *Stock Exchange* doit être considéré, au point de vue des marchés réglementés sans intervention de l'Etat, comme le *marché type*; mais ses statuts sont autrement rigoureux que ceux des marchés qui viennent d'être examinés. Si, pour des raisons spéciales d'éducation et de tempérament, l'initiative privée peut en Angleterre remplacer sans inconvénient l'initiative officielle, la réglementation rigoureuse adoptée par le

Stock-Exchange démontre que, dans ce pays, on ne s'est fait aucune illusion sur les dangers que présenterait le fonctionnement trop libre d'une pareille institution.

Le Stock Exchange est une institution privée, une simple association de financiers et de négociants, une sorte de *club* financier dont les membres se recrutent à l'élection et sont régis par des règlements privés, sans force exécutoire. Ces règlements, codifiés et imprimés pour la première fois en 1812, ont subi depuis lors différentes modifications. C'est d'après une édition assez récente que nous allons exposer les principales bases de l'organisation du Stock Exchange.

L'administration du Stock Exchange est confiée à deux conseils distincts : *the committee of managers* et *the committee for general purposes*. Le premier représente les intérêts de la société propriétaire du Stock Exchange. Il fixe et perçoit les cotisations annuelles exigées des membres du Stock et décide souverainement sur tout ce qui concerne la propriété foncière de l'immeuble, mais sans pouvoir en changer la destination. Les *managers* sont au nombre de neuf. Ils sont élus par les actionnaires et ne peuvent exercer aucun contrôle sur le fonctionnement du Stock Exchange.

C'est le *committee for general purposes* qui est chargé d'assurer l'application des règlements, d'en provoquer la modification s'il y a lieu, d'exercer un contrôle permanent sur le fonctionnement du marché, de vérifier l'accomplissement des formalités pour l'admission

à la cote, de statuer sur les admissions, de suspendre et même d'expulser tout membre reconnu coupable d'infraction aux règlements, de statuer sur toutes contestations sans appel. Le *committee* comprend trente membres et est renouvelé tous les ans à l'élection.

L'entrée du Stock Exchange est strictement réservée aux membres et aux commis qui sont *autorisés*. Pour être admis, il faut être accepté par le comité, ne pas exercer d'autre commerce et être présenté par trois membres faisant partie du Stock depuis quatre ans. Ces parrains se portent garants de l'honorabilité du candidat et chacun d'eux s'oblige à payer 500 livres à ses créanciers s'il vient à *défaillir* dans les quatre années suivant son admission. Si le candidat a été *commis* pendant quatre ans, il n'a besoin que de deux parrains et leur garantie est réduite à 300 livres. Nul ne peut être simultanément parrain de plus de trois membres. Le droit d'entrée est de 500 guinées pour les candidats qui n'ont pas été commis et de 150 guinées dans le cas contraire. La cotisation annuelle est de 30 guinées.

Les membres du Stock Exchange sont soumis à un renouvellement annuel par voie d'élection générale. Cette formalité permet d'exclure tout membre devenu suspect et qui ne se trouverait pas dans un des cas d'exclusion prévus par les règlements. Aucun étranger ne peut faire partie du Stock Exchange. Les naturalisés ne peuvent y être reçus que deux ans au moins après leur naturalisation.

Les membres du Stock Exchange sont divisés en deux classes : les *jobbers* ou négociants et les *brockers* ou courtiers. Le broker n'est qu'intermédiaire; il opère pour le compte d'autrui et toute négociation pour son compte personnel l'exposerait à l'exclusion. Les règlements et les usages sont très rigoureux à cet égard et interdisent aussi au broker de réaliser un *bénéfice secret* à l'insu et au préjudice de son client.

Les *jobbers* sont des négociants en valeurs, des marchands de titres, qui opèrent pour leur propre compte et qui vendent ou achètent les titres que les *brockers* sont chargés d'acheter ou de vendre. Ce sont les *jobbers* qui font la contre-partie des opérations des *brockers*, tout au moins dans la généralité des cas, car ceux-ci peuvent aussi opérer entr'eux. Les *jobbers* se spécialisent le plus souvent dans certaines catégories de valeurs et forment ainsi des groupes distincts suivant la nature des valeurs qui constituent leur spécialité.

Les associations (*partnerships*) sont admises entre *brockers* ou entre *jobbers*, mais ne peuvent comprendre plus de deux membres. Aucun membre du Stock ne peut s'associer avec une personne qui n'en est pas membre. L'association entre un broker et un jobber n'est pas autorisée. La liste des associations est dressée tous les ans par le secrétaire du comité, après les élections générales.

La question de savoir si le broker ne peut pas deve-

nir jobber et réciproquement, et s'il y a incompatibilité absolue entre ces deux fonctions, est contestée. Certains prétendent que les règlements n'autorisent pas les membres du Stock à être tantôt brokers et tantôt jobbers ⁽¹⁾. C'est une erreur selon nous. Les règlements s'opposent à ce que les deux fonctions soient exercées *simultanément*. Un broker peut devenir jobber à la condition de faire modifier son inscription par le comité, de même que le jobber, en remplissant la même formalité, peut devenir un simple courtier.

Les membres du Stock Exchange peuvent faire *admettre* des *clerks* ou commis, autorisés à les suppléer le cas échéant. Les opérations de ces commis engagent les patrons, mais ils ne peuvent ni emprunter pour ceux-ci, ni faire des opérations pour leur propre compte à peine d'exclusion. La liste des commis autorisés est affichée à l'intérieur de la bourse.

Le mode d'opérer entre broker et jobber est le suivant. Le broker demande au jobber de lui faire un prix pour une valeur (*to make a prize*), mais sans lui indiquer s'il désire acheter ou vendre. Le jobber énonce alors deux prix, se disant acheteur au plus bas de ces prix et vendeur au plus haut. Le broker indique s'il conclut le marché comme acheteur ou comme vendeur et pour quelle quantité. Le jobber est tenu d'accepter mais sans être obligé de dépasser, au point

⁽¹⁾ *Pand. franç.*, v^o *Agent de change*, n. 628.

de vue du nombre des titres, certaines quantités fixées par les règlements. L'affaire conclue, chaque partie l'inscrit sur son carnet, puis sur un bulletin, qui est déposé dans une boîte *ad hoc*. Ce bulletin est transcrit sur un registre tenu par les soins du comité et l'inscription ainsi faite permet, au cas de contestation, de contrôler la sincérité des mentions portées sur les registres des contractants. Le lendemain, un clerk du broker se rend chez le jobber pour pointer sur les livres de celui-ci l'opération faite.

Le broker est garant de l'exécution du contrat, tant au regard de son client que vis-à-vis du jobber. Il doit, le jour même de l'opération, adresser à son client un *contract-note* indiquant la nature et les conditions de cette opération, le prix, le courtage et la date du règlement, qui est toujours présumée celle de la prochaine liquidation. Le courtage est libre. Quant aux liquidations, elles ont lieu deux fois par mois, mais pas à des dates fixes. Les jours de liquidation sont déterminés tous les ans par le comité.

Tout membre qui ne remplit pas ses engagements est déclaré en *défaut* et cesse, par cela même, de faire partie du Stock Exchange. Il en est de même de celui qui tombe en faillite ou dont l'insolvabilité est établie, bien qu'il n'ait pas été déclaré en défaut à la Bourse. Ils ne peuvent être réélus membres que s'ils ont payé, de leurs propres deniers et en dehors de la caution, un tiers au moins du solde de la perte sur leurs opérations. On

reconnait deux catégories de *defaulters* : ceux qui n'ont été coupables d'aucune mauvaise foi ou inexécution des règlements et dont la déconfiture est imputable à leurs clients, et ceux qui ont manqué de sagesse et de prudence dans leurs opérations. La demande de réadmission doit rester affichée pendant trente jours.

Deux ou plusieurs membres sont désignés annuellement comme *syndics-officiels*. Ils ont pour mission de diriger et de liquider les opérations des membres en déconfiture, suivant les usages et les règlements. Ils doivent fournir caution (1.000 livres) et remettre tous les mois au comité le compte des sommes existant entre leurs mains.

Les rapports des brokers avec leurs clients, de même que ceux des brokers et des jobbers entr'eux, sont précisés avec soin par les règlements du Stock Exchange et les règles les plus sévères ont été édictées pour assurer l'exécution loyale des engagements. C'est ainsi que le broker est toujours tenu, même après règlement, de justifier de la régularité des opérations faites pour son client ⁽¹⁾ et que, s'il ne satisfait pas à cette obligation, il doit restituer les sommes qu'il a reçues. Les contestations soulevées par les opérations peuvent être portées devant le *comittee for general purposes*, si le client le désire. Les tribunaux qui sont généralement saisis de

⁽¹⁾ *Law Reports*, 8, Chancery Division, 56, Kimber c. Bauber; Chambre des Lords, 5, Blight, nouvelle série, 165, Brookmann c. Rothschild; *Law Reports*, 5, Chancery Division, 487, Sachs c. Spielmann.

ces contestations sont très rigoureux pour les membres du Stock contre lesquels sont relevés des manquements aux règlements ou des actes contraires à la loyauté et à la bonne foi.

L'admission à la cote est réservée au comité. Les opérations se pratiquent au Stock Exchange suivant les modalités usitées en France. Mais on y pratique aussi certaines opérations inconnues à la bourse de Paris et notamment celles dites *à option*. On traite à cet égard la prime *the put*, qui donne le droit de se déclarer vendeur à la réponse ou de résilier le marché, ou celle *the call* qui donne le droit de se déclarer acheteur ou de résilier l'engagement, ou bien encore l'opération *put and call* qui réserve à celui qui en est bénéficiaire la faculté de se déclarer acheteur ou vendeur à son choix. Les règles générales relatives aux opérations au comptant et à terme, aux rapports, arbitrages, etc..., sont les mêmes, sauf quelques détails de forme, que celles de la Bourse de Paris.

L'exception de jeu est admise par la loi anglaise (8 et 9, Victoria c. 109, art. 18). Toutefois, elle n'est jamais soulevée dans les rapports entre brokers et jobbers, les règlements du Stock leur interdisant de s'en prévaloir et le comité devant juger en dernier ressort toutes leurs contestations. La jurisprudence anglaise décide aussi d'une manière à peu près générale que l'exception du jeu ne peut être opposée au broker par son client. Suivant elle, le broker ne pouvant

retirer de l'opération que la commission convenue, l'élément du jeu est nécessairement absent du contrat qui le lie à son client ⁽¹⁾.

Le régime du Stock Exchange, tel qu'il vient d'être exposé, diffère ainsi sensiblement de celui des marchés continentaux. Mais les règlements qui le régissent sont aussi étroits assurément que ceux de ces derniers marchés. En résumé, le Stock Exchange est un *marché libre* en ce sens que son organisation ne résulte d'aucune loi et que son fonctionnement ne subit à aucun degré le contrôle ou la surveillance de l'Etat. Le Stock Exchange constitue d'autre part une *bourse fermée* par ce motif que l'entrée en est exclusivement réservée aux membres admis par le comité qui l'administre. Ce double caractère, contradictoire dans une certaine mesure, démontre suffisamment que ce n'est pas le principe général de la liberté du commerce qui a servi de base à cette institution. L'intérêt général a été subordonné à l'intérêt particulier des membres du Stock Exchange, qui, dans les règles de ce marché, est la suprême loi.

Les membres du Stock Exchange sont au nombre de 3.000 environ. On serait porté à croire que dans ces conditions ils peuvent suffire largement aux affaires. On ne saurait, en tous cas, argumenter de l'insuffisance de leur nombre pour justifier l'existence du *marronnage*

(1) High court of justice, A. B. D. Thocker c. Hardy, W. R. 158-4, 17 avril 1892. Universal Stock-Exchange Limited c. Stevens, *Pandectes françaises*, v^o *Agent de change*, n. 665 quater ; Frèrejouan du Saint, v^o *Jeu et pari*, p. 443.

sur un domaine si utilement occupé. Cependant, à côté du Stock Exchange et n'en faisant pas partie, existent des courtiers qui spéculent soit pour leurs clients, soit pour eux-mêmes. On les distingue sous le nom de *Advertising brokers*, ou même en argot financier sous ceux de *Outsiders* ou *Bucket Shops*. Ils opèrent sur les valeurs admises à la cote du Stock Exchange comme sur celles qui en sont exclues et les affaires qu'ils traitent sont encore assez importantes.

BELGIQUE

Les Bourses sont régies, en Belgique, par les lois du 30 décembre 1867 et du 12 juin 1883 et par l'arrêté royal du 25 juillet 1883. Elles peuvent être créées par le gouvernement ou par l'autorité communale. La police des bourses appartient à la municipalité, et l'acte qui les institue détermine la composition du Conseil de chaque bourse, nommé pour trois ans par le collège échevinal. Leur fonctionnement est fixé par des règlements spéciaux adoptés par le Conseil qui est seul chargé de l'administration intérieure.

Antérieurement à la loi de 1867, la Bourse belge était sous le régime du code de commerce français; elle est passée du fait de cette loi sous le régime de la liberté et les restrictions apportées par la loi de 1883 sont peu importantes. La profession d'agent de change est devenue libre, accessible à tous, même aux mineurs

ayant dix-huit ans accomplis, peut-être aussi aux femmes d'après M. Bastine ⁽¹⁾ et en tous cas aux étrangers ; car l'article 64 du Code de commerce définit les agents de change « ceux qui servent d'intermédiaire pour des actes de commerce » ; mais les règlements spéciaux des Bourses limitent généralement l'accession du parquet aux majeurs et émancipés et excluent les femmes. Les agents de change sont ainsi de simples commerçants, libres de faire des opérations pour leur compte, de s'intéresser dans des entreprises commerciales, de constituer entr'eux des sociétés privées, et simplement astreints, lorsqu'ils agissent comme intermédiaires, aux règles générales sur le mandat salarié. Les agents de change ne versent pas de cautionnement et ne sont pas soumis à plus de deux obligations spéciales : ils doivent garder le secret professionnel et consigner leurs opérations sur un carnet pour les transcrire ensuite sur un livre-journal. Ils doivent d'ailleurs, comme tous les commerçants, tenir les livres de commerce prescrits par la loi.

Le *parquet* est ouvert aux agents de change et à leurs délégués inscrits au rôle de la taxe communale, justifiant du paiement de cette taxe, n'ayant laissé aucun engagement commercial en souffrance, ni encouru aucune peine criminelle ou correctionnelle ou disciplinaire devant la commission de la Bourse. Toutefois

(1) Bastine, *Code de commerce*, n. 77.

leur admission est subordonnée à l'affichage de leur demande dendant quinze jours et à l'autorisation écrite de la commission ⁽¹⁾ et n'est accordée qu'aux majeurs et émancipés. L'autorisation peut être retirée par la commission à toute personne convaincue d'avoir fait annoter un cours faux ou le cours d'une opération fictive, comme à celle qui aurait manqué à ses engagements ou forfait à l'honneur ⁽²⁾.

La commission de la Bourse arrête les règlements intérieurs, statue sur les demandes d'admission au parquet, rédige le bulletin officiel des cours, fixe l'admission des valeurs à la cote, exerce une surveillance sur les agents de change et leur applique les pénalités du règlement. La Bourse est divisée en trois parties : le parquet, la salle de liquidation et la salle des banquiers. Cette dernière est accessible à toute personne qui verse une taxe communale annuelle de 100 francs. Les autres sont exclusivement réservées aux agents de change et à leurs délégués, admis dans les conditions indiquées plus haut.

Les opérations se traitent suivant les modalités admises à la Bourse de Paris. Les époques de liquidation sont fixées tous les ans par la commission de la Bourse et les liquidations ont lieu sous le contrôle d'un comité spécial institué par le règlement de 1882. Le courtage est libre et abandonné à la convention des parties.

(1) Règlement communal de la Bourse de Bruxelles, art. 10.

(2) Règlement intérieur de la Bourse de Bruxelles, art. 1 et 2.

Toutes les contestations relatives aux opérations de bourse sont jugées en dernier ressort par la commission de la Bourse, si les parties réclament son arbitrage; mais elle statue en tous cas, même sans leur adhésion, sur les contestations relatives à la constatation des cours ou à l'application du règlement.

On peut constater ainsi que le marché financier, en Belgique, jouit d'une liberté particulière. Si le pouvoir public ou l'autorité communale interviennent pour la création des bourses et pour en assurer la police, alors que l'institution des Bourses est, en Angleterre, d'ordre exclusivement privé, il faut reconnaître aussi que les règlements qui président au fonctionnement du marché de Bruxelles sont bien moins rigoureux que ceux du Stock-Exchange. Or, « en matière de Bourse, l'excès » de liberté est moins un bien qu'un danger. Les financiers belges en ont fait l'expérience; aussi sont-ils » les premiers à demander aux pouvoirs publics le » retour à une demi-réglementation » (1).

SUISSE

Il existe, en Suisse, des Bourses à Genève, Bâle et Zurich. Chaque canton a d'ailleurs le droit de créer des bourses et d'établir à sa guise les règlements qui doivent les régir. Les bourses de Bâle et de Zurich sont sous le régime du privilège. Il n'y a pas à insister à

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 261; Courtois, *Traité des opérations de Bourse*, p. 235.

leur égard et il est surtout intéressant d'examiner celle de Genève, qui rentre plus spécialement dans la catégorie des bourses libres.

A Genève, le code de commerce français est en vigueur, mais il a été modifié, en ce qui concerne les bourses, par la loi du 20 décembre 1856 et un règlement du 4 juin 1857. La Bourse est établie par l'Etat, qui en assure le budget, et administrée par des commissaires nommés par le Conseil d'Etat. Ces commissaires sont fonctionnaires, reçoivent un traitement fixe et ne peuvent exercer les fonctions d'agent de change ou de courtier. Ils ont pour mission de veiller à la bonne tenue de la Bourse, de proclamer les cours, de transcrire sur des registres spéciaux les bordereaux d'opérations que doivent leur remettre les agents de change, et de certifier, quand ils en sont requis, les transactions intervenues. Un de ces commissaires doit se tenir en permanence à la corbeille et la cote officielle rédigée par leurs soins est affichée chaque jour revêtue de leur signature.

La profession d'agent de change est libre. Il suffit d'en faire la déclaration à la Chancellerie et de justifier avoir été employé à Genève, pendant un an au moins, chez un agent de change, un courtier ou un commerçant. Cette profession peut être exercée par des étrangers appartenant à des pays qui ont avec la Suisse des traités de commerce ou de réciprocité. Les agents de change ont, mais sans monopole, les attributions accor-

dées par le code de commerce français aux agents de change et sont soumis à des obligations identiques en ce qui concerne les négociations. Ils doivent tenir les livres prescrits par la loi.

Les marchés se réalisent suivant les formes usitées en France; mais les opérations à terme n'ont aucun caractère légal et peuvent motiver l'exception de jeu. Toute contravention aux règlements est déférée à la Cour de justice correctionnelle qui peut appliquer une amende. En cas de récidive, la peine peut être d'un emprisonnement d'un mois à trois mois, et l'agent de change peut se voir interdire, avec affichage de l'arrêt, l'entrée de la Bourse.

ETATS-UNIS D'AMÉRIQUE

Les Bourses de l'Union américaine fonctionnent dans des conditions à peu près identiques à celles de la Grande-Bretagne. La Bourse de New-York a été fondée en 1817. Elle constitue une *association privée* régie par des statuts librement acceptés par ses membres. Pour en faire partie, il faut être citoyen américain, âgé de 21 ans et être présenté par deux membres de la corporation.

Le *Stock Exchange* est administré à New-York par un Conseil de direction composé de quarante-deux membres qui a des attributions analogues à celles du *Comittee for general purposes* de la Bourse anglaise. Ce comité assure l'exécution des règlements, statue sur les admis-

sions et peut prononcer la suspension ou la radiation de ses membres. Un comité d'arbitrage est chargé de statuer sur toutes les contestations entre *brockers*.

Les statuts déterminent les conditions des opérations, les obligations et les droits des membres admis et prescrivent les règles propres à assurer la loyauté et la sécurité des transactions. Tout membre *défaillant* doit prévenir immédiatement le comité de direction, qui fait connaître sa situation au moyen d'une affiche apposée dans l'intérieur de la Bourse ; il a trois jours pour rembourser ses emprunts et sept jours pour liquider ses opérations.

Les opérations faites au Stock Exchange, sauf les stipulations des statuts, ne relèvent que du droit commun. Elles se font au comptant, ou pour le lendemain, ou à livraison, ou bien encore à un terme déterminé à l'avance. Dans les opérations à livraison, le délai varie de trois à quinze jours. Les reports se font de jour en jour. Sauf convention contraire, les achats et ventes doivent être réglés le jour suivant.

Les négociations se traitent verbalement. Toute offre acceptée devient définitive. Si une contestation s'élève, elle est portée devant le président du comité, qui statue sauf recours devant le comité. Les *brockers* se portent généralement garants de l'exécution des contrats ; bien qu'ils ne soient pas astreints au secret, ils l'observent par nécessité professionnelle. Aussi exigent-ils de leurs clients une garantie (margin) proportionnée au risque

éventuel de l'opération. Le courtage est uniformément de 1/8 p. 100 à la Bourse de New-York.

Les membres du Stock Exchange ont seuls le droit d'entrer dans cet établissement. Mais, à côté d'eux, existent des courtiers-marrons (*curbstone brokers*), qui se réunissent dans la rue, en face de la Bourse, pour faire des opérations. D'autre part, une société dite *Consolidated Stock Exchange* s'est fondée pour faire les mêmes opérations qu'au *Stock Exchange* mais en opérant sur des quantités moindres et en exigeant une commission plus modique. Les opérations faites par la *consolidated*, comme celles réalisées par les *curbstone brokers*, sont parfaitement valables.

Les différentes bourses de l'Union américaine, notamment celle de Philadelphie, sont organisées sur des bases semblables à celle de New-York. Les explications données au sujet de celle-ci suffisent dès lors pour en apprécier le fonctionnement. Et il n'y a plus qu'à constater, en terminant, que le régime particulièrement libéral dont jouissent ces différentes institutions n'a pu supprimer cependant le *marronnage*, et que toute réglementation, si large soit-elle, ne saurait satisfaire ceux qui se préoccupent moins de la loyauté des transactions que des gains qu'ils n'hésitent pas à se procurer par des moyens dont la correction est le plus souvent contestable.

CHAPITRE IV

La nécessité de la réglementation du marché financier.

Le marché libre n'existe en réalité qu'à Genève. Dans cette ville, la Bourse ne relève, au point de vue de son fonctionnement, que des règles du droit commun, et l'Etat n'intervient que pour en assurer la police. La profession d'agent de change ou de courtier est libre et chacun, indigène ou étranger, peut l'exercer après une simple déclaration faite par lui à la chancellerie. C'est le seul marché qui réunisse, à l'heure actuelle, ces conditions. La Bourse de Bruxelles, qu'on cite couramment comme le type des marchés libres, ne jouit pas d'une liberté aussi étendue et constitue dans une certaine mesure un marché réglementé.

A Genève, aucun règlement particulier ne détermine le fonctionnement de la Bourse ; le droit commun régit exclusivement les rapports des parties. A Bruxelles, les Bourses sont créées par l'autorité communale et soumises, quant à leur fonctionnement, à des règlements spéciaux élaborés par cette autorité et par le Conseil de

direction de chaque Bourse. Ces règlements édictent différentes mesures en raison desquelles le marché de Bruxelles se trouve placé sous un régime moins libéral que celui de Genève. Comme dans cette dernière ville, la profession d'agent de change est libre ; mais, alors qu'à Genève il suffit, pour l'exercer, d'une simple déclaration à la chancellerie, l'admission au parquet de la Bourse est soumise, à Bruxelles, à l'autorisation écrite de la Commission de la Bourse ⁽¹⁾ ; de telle sorte que, dans la réalité des choses, l'exercice de la profession d'agent de change peut se trouver subordonnée au bon plaisir de cette Commission. L'admission au parquet peut aussi être supprimée par la même commission dans les conditions prévues par les règlements. Il n'en est pas ainsi à Genève, où l'interdiction de l'entrée de la Bourse ne peut être prononcée contre un agent de change que par la Cour de justice correctionnelle, pour faute grave dans ses fonctions et seulement dans le cas de récidive.

A Bruxelles, les prescriptions du règlement communal visent principalement la police de la Bourse, mais établissent néanmoins les conditions d'admission des valeurs à la cote. Ces prescriptions, de même que celles du règlement d'ordre intérieur, sont assurément

⁽¹⁾ Règlement de la Bourse de Bruxelles. Art. 2 : « Les agents et leurs » délégués ne sont admis au parquet qu'après affichage de leurs nom et » adresse au tableau durant quinze jours, et sur autorisation écrite de la » Commission de la Bourse ou de son délégué ».

les plus libérales de celles qui régissent les marchés réglementés. Aussi admet-on généralement, bien que ce ne soit pas absolument exact, que la Bourse de Bruxelles est sous le régime de la liberté absolue. « Il » est impossible, dit M. Boudon, de concevoir un marché plus libre que celui de Bruxelles : la création des Bourses est libre, la profession d'intermédiaire est libre, le mode d'inscription ou de négociation des valeurs est libre, le taux des courtages est libre » (1). Il faut tenir compte toutefois des règlements signalés plus haut qui, contrairement à l'opinion de M. Boudon, restreignent dans une certaine mesure la liberté dont jouit le marché et lui donnent le caractère d'un marché réglementé.

Si l'on fait abstraction de la Bourse de Genève, on doit reconnaître, par conséquent, que toutes les Bourses étrangères sont réglementées. En Allemagne, en Autriche, en Italie, en Espagne, en Russie, etc., la réglementation du marché émane de l'Etat et son fonctionnement est soumis, dans ces différents pays, à des prescriptions édictées surtout dans un but d'intérêt général. L'intérêt particulier des courtiers et autres intermédiaires n'est envisagé par l'Etat que d'une manière *relative*. La présence d'un fonctionnaire public chargé, en Allemagne et en Autriche, d'exercer sur la Bourse une haute surveillance, pouvant intervenir pour assurer la régularité

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 251.

des transactions, ayant le droit de se faire représenter les livres des courtiers et de prononcer des pénalités contre eux, accentue le caractère rigoureux du régime adopté dans ces deux pays. Tous ces marchés fonctionnent avec des courtiers ou agents de change jouissant de privilèges nettement déterminés et dont la nomination appartient le plus souvent à l'Etat, comme cela a lieu en Autriche, en Italie, en Espagne, etc. Si l'organisation de ces marchés diffère du régime actuel des bourses françaises, il faut bien reconnaître qu'à certains points de vue, elle n'est pas plus libérale et que l'intervention de l'Etat se manifeste dans leur fonctionnement avec une activité que doivent ignorer les transactions du commerce en général.

Les seuls marchés fonctionnant sans aucune intervention gouvernementale sont ceux de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis d'Amérique. Ainsi que cela a été indiqué plus haut, l'organisation du Stock Exchange à Londres et son fonctionnement émanent exclusivement de l'initiative privée. Cette institution jouit d'une autonomie complète. L'Etat n'intervient à aucun degré et la police de la Bourse relève uniquement de son Comité de direction. Les séances se tiennent d'ailleurs dans un immeuble qui est la propriété d'une société particulière, composée de membres du Stock Exchange, — ce qui écarte toute possibilité d'intervention de l'Etat. C'est le droit commun qui sert de base à l'organisation du Stock Exchange et il en est de même des institutions

similaires qui fonctionnent à New-York et dans les principales villes des Etats-Unis d'Amérique.

Toutefois, les règlements de ces marchés sont très rigoureux, spécialement en ce qui concerne les questions de crédit et de nationalité. Les admissions sont subordonnées à des garanties particulières. Les transactions y sont l'objet d'une étroite surveillance. Libres en principe, ces marchés sont organisés, en fait, sous un régime plus restrictif que celui des autres marchés européens. Le public est exclu de la Bourse et le Stock Exchange, malgré la liberté dont il jouit théoriquement, constitue une *bourse fermée*, bénéficiant d'un privilège de fait plus exclusif que le monopole légal de certains autres marchés. A Londres, le marché financier n'est pas organisé dans l'intérêt général, mais bien dans l'intérêt particulier de ceux qui sont admis à en faire partie. Son organisation répond d'ailleurs au tempérament, aux habitudes, à l'éducation du peuple anglais; aussi ne faut-il pas s'étonner si, par cela même, elle diffère essentiellement de celle des autres bourses continentales.

On constate ainsi que, dans tous les pays, la réglementation du marché financier est admise comme une nécessité sociale. Si le principe de la liberté absolue peut, en pareille matière, se justifier théoriquement, si l'économie politique, qui se borne à poser des règles générales et s'abstient trop souvent d'envisager les exigences de la pratique, peut condamner toute res-

triction à ce principe, il faut conclure toutefois de l'étude comparative des marchés étrangers que, sous tous les climats, le libre fonctionnement de certaines institutions exceptionnelles a été considéré comme périlleux. La question du marché libre, c'est-à-dire d'un marché exclusivement soumis aux règles du droit commun et sans réglementation restrictive de ses prescriptions, se trouve résolue en fait. Il convient donc de l'écarter et de renoncer à l'espoir chimérique de voir se réaliser la formule : *l'intermédiaire libre dans le marché libre*.

« Cette thèse séduisante a trouvé plus d'un défenseur
» au Parlement, parmi ceux qui veulent déchaîner par
» le monde le laisser faire et le laisser passer et qui
» transportent dans l'ordre économique la terrible formule de l'ordre naturel : la lutte pour la vie. Nous
» ne pouvons discuter ici cette théorie qui, par pudeur,
» n'ose jamais s'affirmer avec une pareille brutalité et
» il nous suffira pour la répudier de dire qu'une société
» policée et civilisée ne ressemble pas à la nature,
» qu'elle en est le contraire et que la civilisation est une
» protestation violente contre l'animale bestialité. Mais,
» transportée sur le marché, cette théorie apparaît
» comme séduisante. Est-ce que tout n'est pas libre?
» Est-ce que les intermédiaires ne sont pas libres? Est-ce
» que la loi de 1866 restituant aux courtiers le droit de
» procéder librement à leurs opérations, ne devrait pas
» être applicable aux intermédiaires de bourse? Qui les

» distingue?... C'est là le point de vue juridique et
 » moral : voici le point de vue économique. La liberté
 » du marché serait un mal ; mais si c'était un bien ce
 » bien serait une chimère. La raison en apparaît à qui
 » peut connaître les mystères des batailles obscures
 » que se livrent les millions dans ce champ tant de fois
 » dévasté par des catastrophes. Là, comme au champ
 » de carnage, il y a des millions de première ligne, les
 » millions de réserve, les millions terriens, sinon terri-
 » toriaux. Là, la victoire apparaît, comme au soir inter-
 » minable de Waterloo, à qui peut écraser l'ennemi
 » épuisé sous ce jaillissement soudain et aveuglant
 » des réserves ignorées. Que les coulissiers embras-
 » sent les agents de change et que tous s'unissent,
 » ils ne pourront même pas résister à la puissance
 » nouvelle, chaque jour grandie, car les ruines sont
 » les escaliers de la victoire, et dont ils deviendront
 » les serfs : je veux parler des Etablissements de
 » crédit » (1).

L'action des Etablissements de crédit deviendrait en
 effet prépondérante dans un marché libre, ainsi que
 nous l'expliquerons plus loin. Elle peut être atténuée
 si le marché est réglementé et, à ce point de vue, la
 réglementation s'impose dans l'intérêt même des inter-
 médiaires. Comment doit avoir lieu cette réglementa-
 tion ? Deux systèmes sont en présence : celui de la

(1) Viviani, Le marché financier, *Revue politique et parlementaire*,
 avril 1904, p. 22.

réglementation par l'Etat et celui où la réglementation émane de l'initiative privée comme en Angleterre ou dans les Etats-Unis d'Amérique. Sauf quelques rares exceptions, l'intervention de l'Etat est généralement admise. Certains voudraient toutefois introduire dans notre pays le régime du *Self Government* dont jouit le Stock-Exchange. L'initiative individuelle devrait rester, suivant eux, la base du marché financier, le commerce des valeurs mobilières n'étant qu'une des branches du commerce général et devant bénéficier d'une liberté égale.

« Il faudrait, dit à ce sujet M. François, établir une » organisation analogue à celle de Londres, de New-York, et par suite autrement large que celle qui existe » maintenant, mais conçue de façon à présenter au » public de réelles garanties. Sans doute, le marché » étant libre, tout le monde aurait le droit de faire des » opérations pour autrui; mais, si on savait que le titre » de membre de la Bourse n'est conféré qu'à bon escient » à des maisons donnant des garanties d'honorabilité, » ce serait à celles-là que la presque totalité des affaires » arriverait » ⁽¹⁾.

Mais il importe de remarquer que le Stock Exchange « est une institution *sui generis*, un produit propre au » sol où elle a germé et grandi, spécial au climat et au » milieu où elle fonctionne; et on ne peut la concevoir

⁽¹⁾ François, Le monopole des agents de change, *Revue d'économie politique*, 1893, p. 334.

» nettement, sans avoir présents à l'esprit ces deux
 » traits fondamentaux du tempérament national : l'ini-
 » tiative et la discipline. L'initiative, qui permet à un
 » peuple façonné de longue date à la saine pratique de
 » la liberté, de fonder et de gouverner, sans trouble
 » pour l'ordre public, des œuvres qui partout ailleurs
 » sont des organes de l'administration... La discipline,
 » qui fait que des hommes, doués au plus haut degré
 » de l'instinct d'indépendance, acceptent par raison,
 » par devoir, en vertu d'une conception très juste, mais
 » peut-être unique de leurs intérêts, les obligations et
 » les pénalités d'un pacte social promulgué sans inter-
 » vention des pouvoirs publics et la juridiction d'une
 » autorité privée, tenant son mandat non du souverain,
 » mais d'une assemblée d'actionnaires » (1).

L'organisation du Stock Exchange est, de toute évidence, adéquate aux mœurs, à l'éducation, au tempérament, aux habitudes du peuple anglais. Vouloir acclimater en France une institution similaire, ne serait-ce pas une utopie ? Un pareil système serait-il compatible avec nos coutumes et nos traditions ? La centralisation est depuis trop longtemps le principe directeur du régime politique et administratif de notre pays, nos esprits et nos volontés sont trop habitués à la tutelle du pouvoir, pour qu'il soit possible de substituer sans péril, au régime actuel de notre marché financier, le

(1) Boudon, *La Bourse anglaise*, p. 3.

système du *Self Government* dont jouit la Bourse anglaise. Les conditions de milieu sont trop différentes.

En Angleterre, l'intervention officielle n'est tolérée que si elle est reconnue indispensable; des raisons spéciales d'éducation et de tempérament s'y opposent, le peuple anglais est habitué depuis des siècles à diriger et à régler ses affaires lui-même sans aucune immixtion de l'Etat; la Bourse lui apparaît comme une entreprise commerciale ordinaire, comme un trafic que rien ne différencie des autres trafics; il lui applique dès lors le régime légal de toutes les associations et de tous les commerces; et, en agissant ainsi, il harmonise cette institution avec ses habitudes, ses besoins et ses destinées.

En France, il n'en est pas ainsi. L'initiative privée constitue l'exception. Tout est catalogué et hiérarchisé; toute profession, touchant à un degré quelconque à l'intérêt général, est aussitôt réglementée et placée sous la surveillance de l'Etat; l'enseignement, les sciences, les arts ont leurs pontifes officiels; le pouvoir intervient dans la plupart des actes de la vie privée par ses officiers publics ou ses fonctionnaires; les chambres de commerce, organes supérieurs du commerce et de l'industrie, sont dans une certaine mesure sous la dépendance du gouvernement; le fonctionnarisme sévit avec une intensité particulière; tout le monde sans doute a le désir de la liberté, bien peu encore en ont le sens et la volonté; par tradition comme par tempérament, le français reste indifférent à toute règle n'émanant pas

de l'autorité publique ou qui n'est pas sanctionnée par elle. Comment concevoir que l'initiative privée puisse, dans un tel milieu, organiser la Bourse des valeurs et en assurer le fonctionnement ? Le boursier français se résoudrait-il à observer un règlement élaboré par un Comité sans mandat officiel ? Ce Comité pourrait-il exercer utilement une juridiction et appliquer des pénalités auxquelles le pouvoir public resterait étranger ? Ce serait bien peu connaître le caractère français que de conserver des illusions à cet égard !

Les institutions d'un peuple doivent, en effet, être conformes à son génie. Dans un pays où la longue pratique des libertés politiques a porté à son plein épanouissement « cet instinct d'indépendance et de *Self help* qui est le fond même de la nature humaine », où, sous l'influence permanente des institutions libérales, l'initiative privée s'est affermie, mûrie et disciplinée, on comprendrait difficilement que la liberté du marché financier pût être considérée comme un péril et la protection du crédit public comme une nécessité sociale. Mais il n'en est plus ainsi dans les pays où les libertés politiques ont subi une longue éclipse. L'esprit d'initiative et de libre activité n'a pu puiser dans le tempérament, l'éducation et les leçons de l'expérience, une force égale ; la discipline n'est pas dans les mœurs ; l'instinct d'indépendance est atténué par le besoin inné de la tutelle du pouvoir. Il n'est pas surprenant que, dans ces pays, le marché financier appa-

raisse comme un service public et qu'on ne puisse s'affranchir totalement, sans danger, de la tradition séculaire qui fait de la réglementation et de la surveillance de la Bourse une question d'intérêt général.

Les traditions de notre pays, ses mœurs, ses coutumes, s'opposent à l'indépendance absolue du marché financier au regard des pouvoirs publics. La démocratie française n'est pas suffisamment préparée, en pareille matière, au régime du *Self Government*. Or, les institutions doivent se rapporter au degré de liberté que chaque peuple peut souffrir et c'est un très grand hasard si celles d'une nation peuvent convenir à une autre; car il ne suffit pas qu'elles soient conformes à la nature et au principe du gouvernement qui est établi, il faut surtout qu'elles soient adaptées au tempérament, à l'éducation et aux habitudes. « On demandait à Solon » si les lois qu'il avait données aux Athéniens étaient » les meilleures. Je leur ai donné, répondit-il, les meilleures de celles qu'ils pouvaient souffrir. Belle parole » qui devrait être entendue de tous les législateurs » (1).

L'Etat ne peut, par conséquent, se désintéresser en France de l'organisation et du fonctionnement du marché financier. Dans un pays où l'unité économique et sociale est réalisée avec une intensité exceptionnelle, où tous les éléments de vitalité affluent vers la métropole, où n'existent que des organismes constitués de

(1) Montesquieu, *Esprit des lois*, liv. XIX, chap. XXI.

telle sorte qu'ils ont pour mission de faire circuler, sous l'impulsion de l'Etat et tout au moins sous sa surveillance, le mouvement et la vie du centre aux extrémités, où les institutions locales végètent sans activité et sans résultats, comment pourrait-on comprendre que le gouvernement *ignore* un organisme tel que la Bourse des valeurs qui concentre tout le commerce des valeurs mobilières et réalise la plus haute expression du crédit national? Et si l'on considère que cette concentration est d'ailleurs indispensable pour assurer le libre fonctionnement de l'offre et de la demande, que la multiplicité des affaires, occasionnée par l'énormité de la fortune mobilière, l'exige; que l'existence d'un marché central constitue une nécessité économique et que l'intérêt public veut que les capitalistes et les spéculateurs y trouvent la sécurité, la souplesse et la sincérité que réclament les transactions de cette nature, on comprend mieux encore combien le contrôle du pouvoir est nécessaire pour sauvegarder avec efficacité la fortune générale que constituent les fortunes privées.

Il ne faut pas se dissimuler, en effet, que les Bourses, organisées comme à Londres sous le régime du *Self Government*, se préoccupent moins de l'intérêt général que de l'intérêt particulier de leurs membres. Corporation privée, le Stock Exchange « n'est point créé » d'office pour remplir une mission sociale et sauvegarder la fortune publique; il s'est constitué de lui-

» même, uniquement pour son profit, et la seule fortune
» qui l'intéresse c'est la sienne... Ses statuts sont l'expression fidèle de ce principe positif » (1). Au contraire, lorsque l'Etat intervient, la réglementation s'inspire de l'intérêt général, et l'intérêt privé des intermédiaires n'occupe, dans les préoccupations du gouvernement, qu'un rôle secondaire. A ce point de vue, les marchés réglementés par l'Etat ont une plus grande utilité sociale. Quand une institution ne tire sa raison d'être que de l'intérêt particulier de ceux qui la dirigent ou qui en sont tout au moins les bénéficiaires exclusifs, l'intérêt privé prédomine en pareil cas l'intérêt général et l'utilité sociale d'une telle institution reste discutable. En tous cas, elle réalise avec moins de sincérité sa fonction économique et concourt, par cela même, avec moins d'efficacité à assurer la prospérité du pays et sa sécurité. « Monopole pour monopole, » mieux vaut un monopole de droit constitué au profit » du public qu'un monopole de fait qui n'a d'autre » limite que les intérêts de ceux qui l'ont constitué à » leur profit » (2).

Les membres du Stock Exchange jouissent en effet d'un *monopole de fait*. On peut dire que toutes les transactions sur valeurs mobilières sont réalisées par cette institution; car les opérations faites en dehors du

(1) Boudon, *La Bourse anglaise*, p. 50.

(2) Manchez, *Le marché financier*, Congrès international des valeurs mobilières, Mémoire n° 21.

Stock par quelques courtiers marrons ne peuvent entrer sérieusement en ligne de compte. Et cela se conçoit dès le moment où, en raison même de la multiplicité des transactions, le fonctionnement normal de la loi de l'offre et de la demande ne peut exister ailleurs qu'à la Bourse. Chacun a intérêt à s'adresser à un membre du Stock Exchange parce qu'il est sûr de trouver ainsi une contre-partie et un cours probablement plus sincère et en tous cas parfaitement connu. Mais cette situation de fait livre le public, sans aucun recours, au bon vouloir d'une compagnie puissante, qui ne contracte d'autres obligations que celles qu'il lui a plu de s'imposer elle-même. Le marché financier, ainsi dégagé de la tutelle des lois, « c'est la liberté de prélever sur la fortune » publique, sous des formes variées, la plus grande » marge de bénéfices; c'est, en réalité, l'asservissement » du public à une masse d'intermédiaires de Bourse » (1). Aussi le boursier, le spéculateur, au courant des usages du marché et apte à prendre ses précautions, est-il généralement partisan de la réglementation par l'initiative privée, tandis que le public, qui recherche surtout la loyauté et la sécurité des transactions, donne ses préférences à la réglementation par les pouvoirs publics.

Il convient d'écarter, par conséquent, pour le marché financier français, toute idée de réglementation par

(1) Manchez, *Le marché financier*, Congrès international des valeurs mobilières, Mémoire 21, p. 38.

l'initiative privée. L'argument qu'on veut tirer du fonctionnement du Stock Exchange reste sans portée. Chaque peuple pense et agit suivant son tempérament et ne peut, sans inconvénients, se départir de ses traditions. Nos différentes organisations, nos usages financiers, sont adaptés à notre manière d'être et de penser, à notre conception de l'ordre social. Jusqu'à ce jour, le marché financier a été organisé par l'Etat et a fonctionné sous sa tutelle. Ce système est-il moins avantageux que celui de nos voisins ? C'est discutable. Sans doute, transporté à Londres, il ne donnerait peut-être pas des résultats identiques. Question de tempérament et de milieu. Mais il ne s'agit pas de l'organisation de la Bourse anglaise et il n'y a pas à faire état des pratiques différentes de nos voisins. Ce qu'il importe de réaliser, en France, c'est une organisation adéquate à nos mœurs, à nos habitudes, aux intérêts des quatre millions de porteurs de valeurs mobilières. Et c'est pourquoi la réglementation par l'Etat et sous sa tutelle doit rester la base du fonctionnement du marché financier, dans notre pays.

Cette solution se justifie non seulement par les traditions de notre race et par l'intérêt général qui commande à l'Etat de ne pas se désintéresser d'une organisation susceptible d'affecter le crédit public, mais aussi par l'intérêt bien entendu des intermédiaires et le légitime souci d'assurer l'avenir du marché. L'intervention des Etablissements de crédit, de ces *bazars*

financiers qui canalisent l'épargne et qui l'exploitent, pose un problème dont la gravité n'échappe à aucun de ceux que préoccupe la situation économique générale. Sans doute, ces puissantes sociétés financières, qui n'ont d'équivalent dans aucune nation, « ne servent parfois que d'intermédiaires ; ainsi lorsqu'elles ouvrent leurs guichets pour la souscription publique de grands emprunts. Mais elles jouent généralement un rôle plus actif ; elles prennent ferme un certain paquet de rentes ou d'obligations, préparent le marché ou attendent quelque circonstance favorable, et font infiltrer les titres dans le public ; elles transforment elles-mêmes les entreprises privées en sociétés anonymes, dont elles émettent ensuite les actions. Elles vont jusqu'à créer des industries ou organiser un commerce, utilisant une idée de leurs directeurs ou une idée qui leur fut insufflée. Ce sont donc les courtiers, les commissionnaires, les négociants de cette marchandise moderne que l'on appelle valeurs mobilières ; elles facilitent et même organisent le contact entre l'épargne et ceux qui en ont besoin » ⁽¹⁾.

Les établissements de crédit, « féodalité financière greffée sur la démocratie moderne », marquent une évolution importante dans la vie économique. La transformation qui s'est opérée ainsi dans l'organisation du crédit a présenté sans doute certains avantages, mais

(1) Sayous, *Les banques de dépôt, les banques de crédit et les sociétés financières*, 1901, p. 31.

aussi de sérieux inconvénients et de graves dangers. Ces sociétés ont supprimé à peu près les banquiers privés, créé des succursales ou des agences dans les principales villes et concentré ainsi la presque totalité du trafic de banque. Mais l'esprit commercial n'existe plus dans ces établissements qui constituent plutôt des *administrations*. Chacun, depuis le *grand chef* jusqu'au plus modeste employé, ne se préoccupe que des affaires qui présentent le moindre danger et cherche avant tout à mettre sa responsabilité à couvert.

Un pareil système s'écarte à tous égards des traditions commerciales. Les établissements de crédit consentent rarement des découverts, même momentanés. La confiance, base du crédit, est subordonnée pour eux à la solvabilité effective des clients; il ne s'agit plus, comme autrefois, de faire des opérations commerciales avec le moins de risques possible, mais de ne faire que celles ne présentant aucun risque. On comprend ainsi que le fonctionnement de ces établissements soit plutôt nuisible que favorable au commerce. Aussi « d'une » part, les opérations de crédit, qui permettraient aux » nouvelles et aux jeunes forces de se développer, deviennent-elles impossibles, et, de l'autre, l'émission de » valeurs industrielles est-elle relativement difficile et » relativement rare pour un pays où le goût de la spéculation est encore si notable et où la fortune nationale est encore si grande » (1).

(1) Sayous, *op. cit.*, p. 260.

Au point de vue du marché financier, les établissements de crédit exercent ou peuvent tout au moins exercer à leur gré une action prépondérante. Leur clientèle, recrutée non seulement sur tous les points du territoire français, mais encore dans les principales villes industrielles et commerçantes du monde où ils ont installé des succursales, rend ces établissements, par l'importance et la multiplicité des ordres de bourse qu'elle leur transmet, les arbitres en quelque sorte du marché de l'offre et de la demande. Il en résulte donc un danger économique dont il serait puéril de se dissimuler l'étendue. Les intermédiaires de bourse en ressentent le contre-coup, la majeure partie de ces ordres étant réalisée par voie *d'applications* et l'excédent entre les ordres en sens contraire apparaissant seulement sur le marché. C'est là assurément la cause principale de la pénurie des affaires dont on se plaint à la Bourse.

Cette faculté de faire des applications se trouve limitée dans une certaine mesure par la réglementation actuelle du marché financier, les sociétés de crédit ne pouvant réaliser des applications sur valeurs cotées. Mais qu'adviendrait-il si le marché, désertant les principes qui lui ont servi de base jusqu'à ce jour et renonçant à la tutelle de l'Etat, se soumettait à une réglementation due exclusivement à l'initiative privée? Les intermédiaires seraient écrasés par les établissements de crédit, à moins de devenir leurs complices; et quelque union qui existât entre eux, il leur serait impossible de lutter

contre la puissance de ces maisons dont les représentants règneraient en maîtres à la Bourse et l'asserviraient à leurs intérêts.

La question se pose ainsi de savoir si le marché financier restera autonome et indépendant ou s'il sera annihilé par ces associations puissantes, et placé tout au moins sous leur dépendance. La réglementation du marché par l'Etat peut, seule, solutionner cette question dans un sens conforme aux lois économiques et à l'intérêt des intermédiaires de bourse. Les partisans du marché libre commettent une erreur capitale en se dissimulant la gravité des conséquences qu'entraînerait pour eux-mêmes la disparition de la tutelle de l'Etat. Ils en commettent une autre, non moins importante, en n'envisageant, dans la réorganisation du marché, que la facilité à donner aux affaires et en laissant de côté l'éventualité des crises.

« Un marché doit être organisé en vue de résister le
» mieux possible dans les périodes de crises. Or, qui ne
» voit que le marché serait d'autant plus entraîné au
» cataclysme final que le nombre des intermédiaires
» serait plus grand ? Une concurrence très vive s'éta-
» blirait entre les courtiers, la lutte pour le courtage
» les inciterait à la recherche de la clientèle de spécu-
» lation et celle-ci, encouragée, excitée par l'intermé-
» diaire en quête d'affaires, commettrait en beaucoup
» moins de temps encore que par le passé, les excès,
» signes précurseurs et causes déterminantes de la

» crise » ⁽¹⁾. Personne n'ignore ce qui s'est passé à cet égard en 1893. Le marché de la coulisse, désemparé, se trouva arrêté dans son fonctionnement; tant il est vrai que la confiance réciproque entre intermédiaires constitue la condition essentielle de l'activité des transactions et de la stabilité du marché financier.

Les partisans du marché libre ne contestent pas, tout au moins en majeure partie, la nécessité de l'intervention de l'Etat dans l'organisation de la Bourse des valeurs; mais le régime actuel ne les satisfait pas. Ils le considèrent comme nuisible au développement des transactions, restrictif de la concurrence, préjudiciable à l'intérêt général. Les modifications qu'ils réclament tendent surtout à la suppression du monopole des agents de change. Certains, comme M. Broussois, voudraient créer « une corporation dont les membres » seraient en nombre illimité comme à Londres, possédant le privilège d'opérer seule les négociations en « bourse » ⁽²⁾. C'est à ce système que se rattache en partie le projet de loi Trarieux-Boulangier déposé au Sénat le 15 juin 1897.

D'autres admettent la limitation du nombre des agents de change, mais avec suppression du monopole auquel ils substituent le privilège, et ils proposent en outre la constitution d'un corps de *jobbers*. « Ainsi

⁽¹⁾ Manchez, *op. cit.*, p. 14.

⁽²⁾ Broussois, *Du monopole des agents de change et de sa suppression*, p 239.

» cesseraient, dit M. Boudon partisan de ce système,
» la confusion et l'incohérence actuelles. L'agent de
» change ferait seul fonction d'intermédiaire; le cou-
» lissier serait uniquement contrepartiste, au lieu d'être
» à la fois l'un et l'autre. Ses affaires souffriraient-elles
» de cette transformation? Au contraire. Puisque ce
» commerce spécial des *jobbers* est extraordinairement
» prospère à Londres, pourquoi, pratiqué de même
» sorte, le serait-il moins à Paris » (1). A ces deux systè-
mes principaux, on peut ajouter enfin le système socia-
liste qui tend à la nationalisation du marché.

Tous ces projets, sauf le projet socialiste, veulent uniquement substituer au monopole actuel un *monopole de fait*, plus élargi peut-être, mais privé en tous cas des garanties essentielles dont jouissent, à l'heure actuelle, l'Etat et le public des bourses. Nous n'avons pas à discuter ici la distinction que certains auteurs entendent faire entre le *monopole* et le *privilege*. Ces deux mots sont-ils synonymes? Doit-on au contraire reconnaître, avec M. Boudon, qu'ils désignent deux choses bien distinctes? le *privilege* étant institué dans l'intérêt du public et le *monopole* existant au seul profit de ses bénéficiaires. Ce serait une discussion oiseuse, quant à présent. Nous y reviendrons d'ailleurs plus loin.

Il suffit de constater que, quelque différence qu'on puisse, au point de vue grammatical, signaler entre le

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 378; Charoussat, *Essai sur la réorganisation du marché financier*.

monopole et le privilège, ils aboutissent l'un et l'autre à un résultat identique. Le *privilège* engendre nécessairement le monopole de fait. « Si la liberté des transports » en commun était substituée au monopole, on verrait » les compagnies rivales se disputer le trafic des centres » populeux et désertier les autres, de sorte qu'une portion de la population se trouverait privée de moyens » de transports. La concurrence aboutirait comme tous » jours à une fusion d'intérêts et le monopole de fait » aurait bien vite remplacé le monopole légal » (1).

Sans doute, la spéculation prétend que le marché actuel, figé dans une immuable formule, n'offre pas un champ d'action suffisant à son activité. Mais le public, c'est-à-dire ces quatre millions de porteurs de valeurs mobilières qui détiennent ainsi la majeure partie de la richesse du pays, n'a jamais émis le moindre regret à cet égard ; et en pareille matière, l'opinion du public ne saurait être indifférente. D'ailleurs, les monopoles ne sont critiqués, en thèse générale, que par ceux-là mêmes qui sont personnellement intéressés à faire adopter un régime plus libéral. La question du *marché libre* constitue, dans la réalité des choses, le fond même de la querelle plusieurs fois séculaire qui divise les agents de change et les coulissiers. Ceux-ci représentent, peut-on dire, les spéculateurs, alors que les agents de change apparaissent plutôt comme les défenseurs et en tous cas les conseillers de l'épargne.

(1) Manchez, *op. cit.*, p. 37.

Notre rôle n'est pas de défendre les uns et d'attaquer les autres. Nous nous sommes proposé simplement d'examiner, sans parti pris, à la lumière des faits, si les arguments des partisans du marché libre justifient la modification des assises fondamentales du régime de notre marché financier. L'intérêt professionnel des partisans du marché libre ou de ses adversaires doit être écarté du débat. La question est plus haute. Elle intéresse, comme nous l'avons dit, la puissance économique de la nation et, par cela même, son avenir et sa sécurité. Et c'est pourquoi nous pensons que la substitution d'une réglementation nouvelle à la réglementation actuelle ne saurait avoir lieu que si elle était motivée par les leçons de l'expérience, imposée par une nécessité économique, justifiée par l'intérêt supérieur du pays.

Il ne faut pas se dissimuler d'ailleurs la difficulté du problème posé par les partisans du marché libre, ni le péril qui résulterait de mesures irréfléchies et téméraires. Aucune institution ne présente une sensibilité plus grande que le marché financier. Les mesures d'ordre intime ne peuvent, en principe, le bouleverser ; mais « il » n'en est pas de même des réformes d'ordre économique » et une semaine peut suffire pour en enregistrer les » résultats. Par exemple, élargir ou rétrécir le marché, » en décréter la liberté ou se contenter de le régler- » ter, chasser du seuil de la corbeille les coulissiers » dont tout le rêve est d'en devenir les gardiens, ou bien

» au contraire admettre aux opérations du parquet ceux
» que la réglementation actuelle relègue dans la cou-
» lisse, ce sont là des mesures dont quelques-unes sont
» peut-être nécessaires, mais qui auront une répercus-
» sion sur l'étendue du marché financier, en même temps
» qu'à la Bourse de Londres, de Berlin, de Bruxelles,
» ordinaires bénéficiaires de nos déficits » (1).

(1) Viviani, Le marché financier, *Revue politique et parlementaire*, année 1904, p. 22.

DEUXIÈME PARTIE

L'ORGANISATION ACTUELLE DU MARCHÉ FINANCIER FRANÇAIS ET LES PROJETS D'ORGANISATION NOUVELLE

TITRE I

**Les facteurs actuels du marché financier
envisagés au point de vue de leurs rapports
et du fonctionnement de ce marché.**

Le marché financier, en France, est réglementé par l'Etat. Il satisfait dès lors, en principe, aux considérations qui viennent d'être développées. Son organisation est, d'ailleurs, le résultat de l'expérience et on a pu voir, au cours des notions historiques résumées plus haut, se préciser successivement et se fixer les règles générales qui, à l'heure actuelle, servent encore de base au fonctionnement de ce marché. Les résultats

obtenus témoignent de l'utilité des mesures prises pour sauvegarder le crédit public. L'action dévolue à la Bourse des valeurs sur la fortune et les destinées du pays justifie leur nécessité. Aussi est-on en droit de se demander s'il convient, pour satisfaire aux exigences d'un libéralisme inconscient ou de convoitises mal déguisées, de modifier une organisation qui a contribué jusqu'à ce jour à assurer, dans une large mesure, la sécurité des transactions et, par cela même, le progrès économique et social.

Pour apprécier utilement, à cet égard, les arguments des partisans d'une organisation nouvelle, il est indispensable d'envisager dans leurs rapports les différents facteurs du marché financier, de préciser l'utilité et les conséquences de leur intervention au point de vue de son fonctionnement. La réglementation actuelle de la Bourse vise exclusivement la Compagnie des agents de change, seuls intermédiaires reconnus par la loi pour la négociation des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. Mais, à côté d'eux, des *courtiers libres* se livrent au négoce des valeurs que ne frappent pas les prescriptions de l'art. 76 du Code de commerce ; et ces courtiers, usurpant aussi le domaine réservé aux agents de change, ont constitué une sorte de marché libre, succédané du marché officiel. Enfin, lorsqu'on étudie le fonctionnement du marché financier, on doit faire état des sociétés financières et établissements de crédit, dont le développement est d'autant plus grave au point

de vue économique que leur action sur le marché est plus puissante.

On constate ainsi qu'en fait, trois organes différents constituent le marché financier. « Le rôle de ces trois » organes est divers : celui des agents de change est, » en quelque sorte, conservateur, donnant au marché » de la sûreté et de la solidité ; celui de la coulisse est » propulseur, innovant, à ses risques et périls, parfois » avec beaucoup de risques, mais offrant des facilités » considérables aux spéculateurs ; l'organe des grandes » institutions de crédit sert surtout au petit public » sérieux de Paris et de province, qui s'adresse aux » innombrables agences de ces établissements » (1). Il convient d'ajouter que l'action de ces établissements s'accroît sans cesse. Leur intervention sur le marché se produit sous des formes diverses et apparaît d'autant plus prépondérante et, par cela même, d'autant plus périlleuse que le drainage savant et continu des capitaux leur donne des moyens d'action à peu près illimités.

De ces trois organes, le premier seul, — la Compagnie des agents de change —, se meut dans des limites parfaitement déterminées par la loi. Son fonctionnement a été réglé minutieusement tant par des dispositions législatives que par des règlements d'administration publique et les règlements particuliers à chaque

(1) Paul Leroy-Beaulieu, *L'économiste français*, 23 janv. 1897 ; Broussois, *Du monopole des agents de change et de sa suppression*, p. 198.

compagnie. Les deux autres organes fonctionnent sous l'empire du droit commun.

Les *courtiers libres*, dont on constate l'existence dès le jour où la liberté de cette profession a été réservée aux seules personnes agréées par le pouvoir ⁽¹⁾, devaient, par la force même des choses, s'efforcer de glaner quelques épis sur le champ réservé aux privilégiés. Toute réglementation ne suscite-t-elle pas la fraude? Ce fut, à l'origine, leur seule raison d'être. Plus tard, le développement des valeurs mobilières leur a permis de s'approprier la négociation de certains titres sur lesquels le Parquet ne pouvait pas porter son activité. Malgré cela, l'invasion du domaine officiel s'est continuée. D'abord timide et clandestine, elle s'est pratiquée ensuite ouvertement et a revêtu peu à peu le caractère d'une dépossession en règle. Les difficultés se sont succédé ainsi entre agents de change et coulissiers. Elles ont pris, au cours du dernier siècle, une acuité particulière. Atténuées à l'heure actuelle, en raison des modifications apportées, en 1898, au fonctionnement du marché financier ⁽²⁾, elles n'en restent pas moins la cause génératrice des différents projets de réorganisation dont il sera question plus loin.

(¹) Edit de juillet 1549; édit de juin 1572; arrêt du Conseil du 15 avril 1595.

(²) Amendement Fleury-Ravarin; décrets du 29 juin 1898.

CHAPITRE I

La Compagnie des Agents de change. Son régime. Ses droits. Ses obligations.

L'organisation du marché financier, telle qu'elle résulte des dispositions du Code de commerce et des différentes lois indiquées plus haut, consacre certains principes fondamentaux qu'une expérience plusieurs fois séculaire a posés comme devant être la base immuable de cette institution. On en constate l'existence dans les traditions les plus lointaines ⁽¹⁾. Unité de temps et de lieu, — sélection des intermédiaires, — neutralité des intermédiaires, — constatation régulière des cours : tels sont en résumé ces principes essentiels. Les droits conférés aux agents de change et les obligations qui leur sont imposées en dérivent et n'en sont que le développement. Malgré l'instabilité de l'état politique et les modifications successives de la vie économique, ces principes n'ont subi aucune atteinte parce qu'ils sont, pour la fortune publique, un gage précieux et d'ailleurs indispensable de sécurité et de prospérité.

(1) Statuts d'Avignon, 1243, édit. de 1312.

Dès l'origine, l'*unité de temps et de lieu* a été admise comme la base essentielle du marché financier. L'unité du marché s'est toujours imposée et la législation n'a jamais varié à cet égard. De tout temps, interdiction a été faite, tant au public qu'aux intermédiaires, de se réunir à des heures et en des lieux autres que ceux fixés ⁽¹⁾. Des peines sévères assuraient l'observation de ces prescriptions qui, trop souvent, ont été méconnues. La dualité du marché présente, en effet, de graves inconvénients. Les cours pratiqués ne pouvant être identiques, quelle serait la sécurité des transactions? Qu'adviendrait-il si, à Paris, en raison de la coexistence de deux marchés, on se trouvait en présence de deux cours différents, soit pour la Rente, soit pour toute autre valeur? Lequel serait le cours véritable?

Les dangers d'une telle situation, au point de vue de l'intérêt général, ont apparu nettement à l'époque peu lointaine encore où existait la *Petite Bourse du soir* et ont motivé d'ailleurs sa disparition ⁽²⁾. La sincérité des cours dépendant du libre jeu de l'offre et de la demande,

(1) Edits de Philippe le Bel en 1304 et 1312. Edits de juillet 1423; juin 1572.

(2) En 1893, au moment de la conversion du 4 1/2 p. 100, une baisse sérieuse se produisit à la Petite Bourse du soir et aurait pu compromettre le succès de cette opération. Il fallut des interventions puissantes pour arrêter ce mouvement et s'opposer à la dépréciation des fonds de l'Etat. Pareille situation se produisit en 1896, au moment de la crise des mines d'or. La coexistence des transactions faites sur le marché officiel ne servant plus de frein au marché libre, une collusion entre quelques spéculateurs suffisait pour produire ces mouvements regrettables. (Lacombe, Le marché financier de Paris, *Revue politique et parlementaire*, XI, p. 521).

il est indispensable de les mettre l'une et l'autre en présence sur un marché unique comme aussi d'assigner à ce marché une durée limitée. C'est la condition nécessaire du fonctionnement normal et rationnel du marché financier. « Si l'on conçoit, a dit à ce sujet M. Man- » chez, que, vu les distances, les variations de change » et les appréciations différentes, des opérations d'arbi- » trage soient effectuées d'une place sur une autre, on » ne saurait comprendre que ces opérations fussent pra- » tiquées sur une seule de ces places financières » (1).

La *sélection des intermédiaires* n'est pas moins indispensable pour assurer le bon fonctionnement du marché. Nul ne conteste, à l'heure actuelle, qu'il ne soit impossible de livrer au gré de chacun les négociations des effets publics et des valeurs mobilières. Les transactions de la Bourse intéressent au premier chef la fortune publique. Les intermédiaires, chargés de les réaliser, doivent satisfaire à des conditions d'honorabilité, de solvabilité, de capacité professionnelle, en l'absence desquelles le crédit public et la stabilité du marché seraient en péril. La confiance réciproque des intermédiaires est d'ailleurs le principe permanent du fonctionnement régulier du marché. Si la solvabilité de chacun d'eux peut être discutée, si l'honorabilité de certains est suspectée, les transactions s'en ressentent, lorsqu'elles ne deviennent pas impossibles. « L'intermé-

(1) *Le marché financier de Paris*, Congrès international des valeurs mobilières.

» diaire qui jouira d'un crédit incontesté ne paiera que
» le juste prix des valeurs qu'il achètera ; celui dont la
» solvabilité sera moins certaine paiera plus cher : au
» vrai prix de la valeur se joindra une sorte de ducroire,
» une prime d'assurance de solvabilité ; certains ne
» trouveront de contrepartie qu'à des conditions oné-
» reuses, au point de devenir usuraires » (1).

Il serait superflu d'insister. L'application rigoureuse du principe de la sélection des intermédiaires s'impose pour assurer la régularité des opérations. Si la confiance disparaît, le marché est désarmé et arrêté dans son fonctionnement ; si les intermédiaires hésitent à accepter les contreparties de leurs confrères, on ne peut plus ni vendre, ni acheter, et l'effondrement des cours, provoqué par cette situation, entraîne nécessairement le marché au cataclysme final. La sélection des intermédiaires écarte de pareilles conjonctures ; mais elle doit avoir pour corollaire leur groupement en une Compagnie « élisant elle-même ses membres après examen de » leurs titres et exerçant un contrôle direct et permanent sur leur gestion ». Cette Compagnie doit être chargée d'assurer le respect des devoirs professionnels imposés à ses membres par la loi ou les règlements de la corporation, et des peines disciplinaires doivent être la sanction de leur inexécution. C'est à ces conditions seulement que le fonctionnement du marché finan-

(1) Lacombe, Le marché financier de Paris, *Revue politique et parlementaire*, t. XI, p. 523.

cier peut assurer à chacun les garanties nécessaires.

La *neutralité des intermédiaires* constitue aussi un des principes fondamentaux de l'organisation du marché. Elle ne peut être obtenue que par l'interdiction qui leur est imposée de faire des opérations pour leur compte personnel. La nécessité de cette interdiction a été comprise de tout temps. Dès 1243, les statuts des foires d'Avignon en font mention; l'ordonnance de janvier 1312 l'édicte en termes précis; tous les documents législatifs postérieurs la reproduisent ⁽¹⁾. Cette interdiction peut seule, en effet, garantir la loyauté des transactions. Si les intermédiaires avaient le droit de faire des opérations pour leur compte, ils pourraient être tentés d'agir sur les cours et de les influencer à leur profit; en tous cas le client se verrait appliquer en règle générale le cours le plus défavorable. Au lieu d'être le conseil de son client et d'agir au mieux de ses intérêts, l'intermédiaire deviendrait, par la force même des choses, son adversaire. Quelle confiance mériterait-il? Aucune, car il n'offrirait plus aucune sécurité.

L'intermédiaire ne doit pas être en opposition d'intérêts avec son client, sans quoi la porte est ouverte à tous les abus. S'il se trouve placé entre son intérêt et son devoir, on peut toujours craindre l'issue d'une semblable lutte. Sans doute, en pareil cas, certains d'entre

(1) Ordonnances janvier 1629, mars 1673, 30 août 1750; arrêts du Conseil 24 septembre 1724 et 7 août 1785; lois 8 mai 1791, 28 vendém. an IV; décret du 27 prairial an X, art. 85 Code de commerce.

eux, guidés par les règles de l'honneur et de la délicatesse, se cantonneront dans leur rôle d'intermédiaires; mais combien d'autres se laisseront entraîner par l'appât du gain et, s'ils ne font pas la contrepartie des ordres qu'ils sont chargés d'exécuter, n'hésiteront pas à réaliser un bénéfice illicite sur le dos de leurs clients! L'interdiction imposée aux intermédiaires de faire des opérations pour leur compte est, d'ailleurs, une règle de bon sens et de moralité. Leur neutralité peut seule assurer l'exécution loyale et régulière des ordres qu'ils reçoivent et, par conséquent, la sincérité des cours et des transactions.

Enfin, la *constatation régulière des cours* s'impose avec d'autant plus de rigueur que la fortune mobilière est plus divisée. La cote authentique des cours journallement pratiqués sur les différentes valeurs est indispensable pour permettre à chacun la bonne gestion de sa fortune. Elle facilite le contrôle de la sincérité des transactions et met obstacle, dans une certaine mesure, à la *coupe dans les cours*, trop souvent pratiquée sur différents marchés ⁽¹⁾. Un cours faussé préjudicie sans doute au spéculateur qui en souffre, mais il peut menacer aussi la fortune de tous les porteurs du même titre. La constatation authentique des cours est par suite nécessaire pour sauvegarder le crédit public et la fortune générale que constituent les fortunes privées.

(1) Leroy-Beaulieu, Organisation du marché financier, *L'Economiste français* du 23 janvier 1897, 4^e col.

Aussi, la publication de cours sincères est-elle d'exceptionnelle importance. L'authenticité de la cote constitue, pour le bon fonctionnement du marché, une question capitale. « Pour l'établir il a toujours été » reconnu nécessaire de recourir à des témoins impartiaux, d'une honorabilité et d'une compétence incontestables, et de leur mettre en mains les moyens nécessaires pour qu'ils puissent accomplir, avec toute l'exactitude possible, l'importante mission qui leur est confiée » (1).

La cote n'est pas le résultat d'appréciations personnelles; elle constate simplement les cours réellement pratiqués; elle doit refléter la situation exacte des offres et des demandes. Il est essentiel, dès lors, que les cours qui y sont inscrits ne soient ni fictifs, ni inexacts; sans cela, ses indications induiraient le public en erreur et pourraient avoir des conséquences regrettables. Il faut, par conséquent, que la mission de constater les cours soit remplie avec une scrupuleuse probité.

A ces différents principes qui constituent, selon nous, la base de l'organisation de tout marché financier, il convient d'ajouter cette règle générale, déjà énoncée plus haut, que cette organisation ne doit pas être inspirée par l'intérêt des intermédiaires mais bien par l'intérêt général, c'est-à-dire par celui du public et de l'Etat. Or, la réglementation actuelle du marché finan-

(1) Lacombe, *op. cit.*, p. 524.

cier satisfait, sans aucun doute, à ces différentes conditions. Il suffit, pour s'en convaincre, de préciser les droits conférés aux agents de change et les devoirs corrélatifs de ces droits. On constate, en effet, que l'application des principes dont il vient d'être question a motivé, à leur charge, une série d'obligations et de responsabilités particulièrement rigoureuses, qui démontrent nettement « que les détenteurs du monopole » des valeurs mobilières sur le marché officiel en ont » été chargés, non pour l'exploiter à leur guise et à » leur seul profit, mais pour l'exercer dans l'intérêt du » public » (1).

Quelles sont, d'abord, les obligations imposées aux agents de change ? Pour assurer l'unité du marché, l'arrêté du 27 prairial an X leur interdit, à peine de destitution, de se réunir ailleurs qu'à la Bourse et à d'autres heures que celles fixées par les règlements. Ils sont tenus en outre de résider dans la ville où se trouve la Bourse près de laquelle ils exercent. Le principe de la sélection des intermédiaires est assuré par les soins de la Chambre syndicale chargée d'apprécier les conditions d'aptitude, de moralité, de solvabilité du candidat. Nul d'ailleurs ne peut être agent de change s'il n'est Français et âgé de 25 ans, s'il n'a satisfait aux prescriptions de la loi sur le service militaire et s'il ne justifie d'un stage de quatre ans au moins chez un agent de

(1) Manchez, *Le marché financier de Paris*. Congrès international des valeurs mobilières, p. 38.

change, dans une maison de banque ou de commerce ou chez un notaire ⁽¹⁾. Sont exclus de ces fonctions les faillis non réhabilités ⁽²⁾, les agents de change destitués et toutes personnes condamnées pour immixtion et coupables de récidive ⁽³⁾. Ajoutons que l'approbation de la Chambre syndicale est nécessaire, parce que, mieux que quiconque, elle est à même de constater si le candidat présente l'ensemble des garanties requises pour devenir agent de change. Enfin, avant d'entrer en fonction, l'agent de change prête serment et doit verser un cautionnement qui, pour Paris, est fixé à 250.000 francs ⁽⁴⁾. On constate ainsi les précautions prises pour écarter de la corporation toute personne incapable ou indigne et pour maintenir la considération dont elle doit jouir et la confiance qu'elle doit inspirer.

L'indépendance et la neutralité des agents de change sont assurées par des prescriptions particulièrement précises. Il leur est interdit de faire des opérations pour leur compte personnel (art. 83 C. com.) ; de faire des associations entr'eux ; de s'intéresser directement ou indirectement dans des entreprises industrielles ou commerciales ; d'être caissier ou employé chez autrui ; d'avoir des représentants, soit en France, soit à l'étranger, chargés de leur transmettre des ordres (décret du

(¹) Décret du 7 octobre 1890, art. 2 et suiv.

(²) Code de commerce, art. 83, 85, 87, 88.

(³) Arrêté du 27 prairial an X.

(⁴) Code de commerce, art. 87 ; Code pénal, art. 404.

1^{er} octobre 1862) ; de céder à prix d'argent les fonctions de commis. La violation de ces prescriptions peut les rendre passibles de peines disciplinaires et toute contravention aux dispositions des articles 85 et 86 du Code de commerce entraîne la destitution de l'agent de change coupable et sa condamnation par le Tribunal de police correctionnelle à une amende qui ne peut être inférieure à 3.000 francs, sans préjudice de l'action des clients en dommages-intérêts. La faillite d'un agent de change est, dans tous les cas, poursuivie comme banqueroute, ce qui l'expose aux travaux forcés à temps. Cela se comprend dans une certaine mesure ; car « celui » qui est resté dans son rôle d'intermédiaire ne doit pas » pouvoir se trouver en état de faillite ; la faillite est la » preuve qu'il a manqué à ses obligations professionnelles et qu'il a spéculé pour son propre compte » (1). Si l'agent de change est convaincu de banqueroute frauduleuse, la peine est celle des travaux forcés à perpétuité. La neutralité des intermédiaires reconnus par la loi ne pouvait être garantie par des prescriptions plus rigoureuses.

Il convient d'ajouter que le ministère des agents de change est obligatoire et qu'ils ne peuvent refuser leur concours lorsqu'ils en sont requis, sauf bien entendu s'il s'agissait d'opérations interdites par la loi (2). Ils

(1) Lacombe, Le marché financier de Paris. *Revue politique et parlementaire*, XI.

(2) Arrêté du Conseil de mars 1774 ; Arrêté 27 prairial an X, art. 18 ; Code

sont soumis en outre à différentes prescriptions, telles que celles relatives à la tenue des livres, à la délivrance de bordereaux et récépissés, etc., sur lesquelles il n'y a pas à insister. Ils sont astreints aussi au secret professionnel ⁽¹⁾. Les garanties assurées à l'Etat et au public par les différentes prescriptions dont il vient d'être question ont été complétées par la solidarité imposée aux agents de change à la suite de l'amendement Fleury-Ravarin.

Cette solidarité existait, en fait, motivée par la nécessité de maintenir intact le bon renom de la corporation. Le décret du 29 juin 1898 a transformé cette solidarité de fait en solidarité légale dans les Bourses comprenant au moins quarante agents. Il s'en suit qu'à Paris, si un agent de change ne fait pas honneur à ses engagements, la Chambre syndicale doit se substituer à lui « dans la limite de la valeur totale des » offices de la Compagnie calculée d'après les dernières » cessions, du fonds commun et du montant des cautions » tionnements » ⁽²⁾. Cette solidarité met à l'abri de tout aléa tous les intérêts en cause, assure la stabilité du marché et son importance apparaît capitale si l'on envisage les responsabilités qui incombent aux agents de change.

Ces responsabilités découlent du droit commun ou de

de commerce, art. 138 ; Loi du 5 juin 1850, art. 19 ; Loi du 24 juillet 1867, art. 14.

(1) Arrêté du 27 prairial an X, art. 19.

(2) Décret du 7 octobre 1890, art. 55 modifié par décret du 29 juin 1898.

prescriptions et règlements spéciaux. Mandataire salarié et d'ailleurs obligatoire, l'agent de change est responsable, dans les termes du droit commun, non seulement de son dol, mais des fautes et des négligences relevées dans sa gestion. Il est aussi responsable des fraudes et des fautes commises par ses employés dans l'exercice de leurs fonctions. Ces responsabilités, d'ordre général peut-on dire, s'aggravent de certaines responsabilités spéciales. C'est ainsi, par exemple, que la négociation d'un titre irrégulier, amorti, ou frappé d'opposition, astreint l'agent de change à la livraison d'un autre titre dans les trois jours, sans préjudice de tous dommages-intérêts, s'il y a lieu.

Mais il importe de faire ressortir plus spécialement la responsabilité encourue par les agents de change en matière de transferts. A cet égard, les art. 15 et 16 de l'arrêté du 27 prairial an X disposent que les agents de change sont responsables de la validité des transferts opérés sur le grand livre de la Dette publique, en ce qui concerne l'identité du propriétaire, la vérité de sa signature et des pièces produites. L'Etat se trouve ainsi à l'abri de tout recours et la responsabilité imposée aux agents de change couvre sa propre responsabilité. La prescription de l'action en responsabilité est fixée à cinq ans par les articles précités. Quant aux transferts des autres valeurs, la responsabilité des agents de change est soumise aux prescriptions du droit commun, la loi étant muette à cet égard.

En regard de ces obligations et des responsabilités qui en dérivent, quelles sont les prérogatives des agents de change? Elles peuvent être condensées en trois chefs principaux : négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, des lettres de change et des matières métalliques, — constatation des cours de ces valeurs, — certification des signatures et des transferts. A ces différents points de vue, l'intervention des agents de change est obligatoire. Ils ont seuls qualité pour réaliser les transactions sur valeurs cotées, pour constater les cours et certifier les transferts. Le privilège dont ils sont bénéficiaires est protégé par des sanctions rigoureuses. D'une part, les négociations faites au mépris des prescriptions de la loi sont frappées d'une nullité d'ordre public ⁽¹⁾; d'autre part, toute immixtion dans les fonctions d'agent de change tombe sous l'application des pénalités édictées par l'arrêté du 27 prairial an X ⁽²⁾.

L'exclusivité accordée à cet égard aux agents de change constitue ce qu'on appelle leur *monopole* et a soulevé de nombreuses récriminations. Certains veulent tout supprimer, monopole et privilège; d'autres, ennemis du monopole, admettent néanmoins le privilège.

⁽¹⁾ Cass., 20 juin 1885, S., 85. 1. 249; 21 mars 1893, S., 93. 1. 241; 8 fév. 1897, S., 97. 1. 391; 14 janv. 1902, D. P., 1903. 1. 217.

⁽²⁾ L'arrêté du 27 prairial an X se réfère à cet égard à l'art. 13 de la loi du 28 ventôse an IX, qui punit correctionnellement le délit d'immixtion d'une amende qui sera au moins du douzième du cautionnement des agents de change et au plus du sixième de ce cautionnement.

Vaines discussions de mots ! Privilège ou monopole, qu'importe ? L'un et l'autre seraient également injustifiables s'ils étaient créés exclusivement en faveur de ceux qui en sont nantis. S'ils sont, au contraire, motivés par l'intérêt général, s'ils sont nécessaires pour donner au public, spéculateurs et capitalistes, les garanties indispensables, personne ne saurait les blâmer. « Les » magistrats ont aussi le monopole ou le privilège de » rendre la justice ; qui donc jamais a songé à s'en plaindre ? » Il ne faut pas se laisser influencer par des mots ou céder à des considérations théoriques, démenties trop souvent par la pratique ; il importe de rechercher si la sécurité de la fortune publique serait compatible avec l'absence d'une réglementation régulière et étroite.

Le législateur ne pouvait pas se borner à préciser les droits et les devoirs des agents de change. Il devait se préoccuper aussi d'assurer le respect de ses prescriptions. C'est le rôle dévolu par la loi à la Chambre syncale. Les agents de change sont groupés en une Compagnie, régie par des statuts spéciaux et placée sous le contrôle permanent du ministre des finances et d'une chambre syndicale. Cette chambre syndicale, chargée de tenir la main à l'observation des règlements et de veiller à la défense des intérêts de la corporation, est élue, tous les ans, par les agents de change réunis en assemblée générale ⁽¹⁾. A Paris, elle comprend un

(1) Décret du 7 oct. 1830, art. 32.

syndic et huit adjoints. Elle a des attributions de discipline, d'arbitrage, de tutelle, d'administration et de comptabilité ⁽¹⁾.

Au point de vue disciplinaire, la chambre syndicale contrôle les titres des candidats aux fonctions d'agent de change et donne ou refuse son approbation. Elle surveille la gestion des charges, peut ordonner la production des livres des agents, les vérifier et prescrire toutes mesures qu'elle juge nécessaires, notamment la constitution d'un dépôt de garantie ⁽²⁾. Elle peut infliger des pénalités telles que le blâme, la censure et l'exclusion temporaire pour un mois. Enfin, elle peut provoquer la suspension et même la révocation des agents ⁽³⁾. La chambre syndicale a aussi pour mission de prévenir et de concilier les différends entre agents ou entr'eux et les tiers, et de remplir à cet égard le rôle d'arbitre. Elle représente la Compagnie tout entière pour la défense des droits, privilèges et intérêts communs. Au point de vue administratif, elle statue sur l'admission des valeurs à la cote ⁽⁴⁾; publie le bulletin authentique des cours et le bulletin des oppositions ⁽⁵⁾; pourvoit à la gestion des charges vacantes ⁽⁶⁾ et gère la caisse commune ⁽⁷⁾. Enfin, la chambre syn-

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 18, 19, 20.

(2) Décret du 7 octobre 1890, art. 22.

(3) Décret du 7 octobre 1890, art. 21 et 23.

(4) Décret du 6 février 1890, Règl. particulier, 3 déc. 1891, art. 71 et 72.

(5) Loi du 15 juin 1872.

(6) Règlement particulier du 3 décembre 1891, art. 1.

(7) Décret du 7 octobre 1890, art. 53.

dicale exécute les ordres transmis par les trésoriers payeurs généraux ⁽¹⁾, liquide les opérations des agents en défaut et concentre, aux dates fixées, la liquidation de toutes les opérations effectuées entre agents ⁽²⁾.

Le rôle ainsi dévolu à la chambre syndicale est des plus importants, l'observation rigoureuse des devoirs professionnels, imposés aux intermédiaires, étant la condition essentielle du bon fonctionnement du marché. L'organisation de la Compagnie des agents de change, dont nous venons de rappeler les principales dispositions, est complétée par la *caisse commune* ⁽³⁾. Cette institution fonctionne dans les compagnies ayant une chambre syndicale et rend les plus utiles services. La caisse commune est alimentée principalement par le prix des carnets et des engagements qui sont délivrés aux agents, par les courtages des opérations exécutées pour le compte des trésoreries générales, les revenus des biens appartenant à la Compagnie, etc. Un fonds de réserve, dont l'importance est fixée par la Compagnie réunie en assemblée générale, est formé au compte de chaque agent de change.

La chambre syndicale peut mettre à la disposition d'un agent sa part de la réserve pour un délai qui ne peut excéder six mois ; elle peut aussi lui faire une

(1) Ordonnance du 14 avril 1819 ; Règlement particulier, art. 1.

(2) Décret 7 octobre 1890, art. 53 et 68.

(3) Décret du 7 octobre 1890, art. 26. Règl. particulier du 3 déc. 1891, chap. I^{er}.

avance de fonds sur son cautionnement avec subrogation et une avance de cent mille francs sur le prix de sa charge. Les bénéfices de la caisse commune sont répartis entre les agents de change à raison de 1/70^e par charge. Enfin la gestion de la caisse commune est sous la surveillance d'une commission de comptabilité composée de trois agents élus en assemblée générale et présidée par un adjoint au syndic. Cette institution, très intéressante pour la corporation, constitue un gage précieux de sécurité au point de vue de l'intérêt général.

Telle est, dans ses grandes lignes, l'organisation actuelle des intermédiaires reconnus par la loi. Nous en apprécierons plus loin, en discutant les arguments des partisans d'une organisation nouvelle, les avantages et les inconvénients. Il serait superflu, d'ailleurs, d'entrer dans le détail du mécanisme des opérations de bourse ; d'exposer les règles qui régissent les marchés au comptant, les marchés à terme fermes ou à prime, les reports, les compensations, les reventes et les rachats, les liquidations de quinzaine et de fin de mois ; d'expliquer le fonctionnement de la liquidation centrale, les escomptes, les arbitrages ; de dire comment et sous quelles formes s'opèrent les transferts. Ce sont là des détails techniques sans intérêt dans la question qui nous occupe et trop connus pour que nous ayons besoin d'insister. Toutefois, pour compléter l'exposé qui précède et permettre de bien saisir dans son ensemble le fonctionnement du marché officiel, comme aussi d'ap-

précier toutes les garanties que présente son organisation, il est indispensable de rappeler les prescriptions relatives à la constitution des capitaux des charges et au rôle des auxiliaires des agents de change.

Depuis longtemps, en effet, l'importance des charges et les fonds considérables exigés pour leur acquisition et leur exploitation ont astreint l'agent de change à s'assurer le concours de capitalistes lui apportant les fonds nécessaires et participant aux profits et aux pertes de la charge. La loi du 2 juillet 1862 a autorisé les agents de change à constituer des sociétés dans ce but. Ces sociétés ont leur actif et leur passif distincts de l'actif et du passif personnels de l'agent de change; mais leur personnalité se confond avec la sienne tant qu'il reste en exercice. Vis-à-vis du public, celui-ci existe seul. Aucune combinaison financière ne peut altérer sa situation officielle et sa personnalité absorbe et couvre les intérêts des associés qui lui ont fourni des fonds. Les bailleurs de fonds ne sont responsables des pertes que jusqu'à concurrence de leurs mises.

L'agent de change doit être personnellement propriétaire du quart au moins de la somme représentant le prix de la charge et le cautionnement. Les actes constatant ces associations sont rédigés d'accord avec la chambre syndicale et doivent contenir une clause attribuant à cette chambre le droit de décider en dernier ressort sur toute contestation relative aux articles du traité. Ils doivent être enregistrés, déposés et publiés

conformément à la loi. Toutes modifications apportées à ces traités doivent être soumises à l'approbation de la chambre syndicale, puis déposées et publiées. La chambre syndicale tient d'ailleurs registre des noms des bailleurs de fonds, avec indication de leurs parts d'intérêt; et tout bailleur de fonds dans une charge d'agent de change ne peut, sans son consentement, mettre des fonds dans une autre charge.

D'autre part, les agents de change sont autorisés à s'adjoindre différents auxiliaires pour les aider dans les devoirs de leur charge. Ce sont les *fondés de pouvoirs* et les *commis principaux*. Toutefois, les agents de change près d'une Bourse sans parquet ne peuvent pas avoir de commis principaux ⁽¹⁾. Le nombre des fondés de pouvoirs n'est pas limité; l'agent de change peut leur déléguer tous ses pouvoirs, sauf pour les négociations, la signature des bordereaux et les certifications des signatures et des transferts. Les fondés de pouvoir doivent être agréés par la chambre syndicale et la procuration qui leur est donnée doit être déposée au tribunal de commerce, affichée dans les bureaux de l'agent et remise à la chambre syndicale, portant en marge la signature des fondés de pouvoir. L'agent de change doit aussi faire connaître par circulaire à tous ses confrères la procuration et la signature de tous ses fondés de pouvoir. Tous les écrits émanés de l'agent

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 34 et 35.

de change doivent être revêtus de sa signature ou de celle d'un de ses fondés de pouvoir, précédée de la mention qu'ils agissent en vertu de leur procuration ⁽¹⁾.

Les commis principaux peuvent être chargés de prendre part aux négociations, dans les limites déterminées par leur mandat, au nom et sous la responsabilité de l'agent de change ⁽²⁾. Le nombre des commis, qui était à Paris de quatre au maximum, peut être de six depuis le décret du 29 juin 1898. Nul ne peut être commis principal s'il n'est Français et s'il n'a vingt-cinq ans accomplis. Les commis principaux sont soumis à l'action disciplinaire de la chambre syndicale, qui statue sur leur admission et peut prononcer d'office leur suspension ou leur révocation. La liste des commis principaux est affichée dans l'intérieur de la Bourse et dans le cabinet des agents de change ⁽³⁾. Les nominations, suspensions ou révocations de commis doivent être portées à la connaissance de tous les agents de change.

Les commis principaux sont autorisés à conclure des négociations entr'eux; ils tiennent un carnet, délivré par la chambre syndicale, dont le dépouillement se fait chaque jour, après la clôture des opérations, dans les bureaux et sur les livres de l'agent de change. Ils ne peuvent faire aucune opération pour leur compte personnel. Ajoutons, enfin, que l'article 5 du décret du

(1) Décret du 7 oct. 1890, art. 34; Règlement particulier, art. 19.

(2) Décret du 7 oct. 1890, art. 35. Règlement particulier, art. 20.

(3) Décret du 7 oct. 1890, art. 35-36.

24 octobre 1859 astreignait les commis principaux à verser, entre les mains de l'agent de change qui les accréditait, une somme de 100.000 francs au moins à titre de garantie. Le décret du 7 octobre 1890 et le règlement particulier du 3 décembre 1891 n'ont pas reproduit cette prescription qui est tombée en désuétude. En règle générale, le commis principal est intéressé dans la charge ; sa mise constitue ainsi une garantie au regard de l'agent de change, seul juge d'ailleurs des précautions à prendre. Il est interdit, au surplus, de céder contre argent les fonctions de commis principal.

Les mesures ainsi prises par les lois et règlements pour assurer l'honorabilité et la capacité des auxiliaires des agents de change complètent les prescriptions relatives au fonctionnement de la Compagnie et à l'organisation du marché. L'importance économique de la Bourse, les intérêts essentiels qu'elle concentre, son influence sur les destinées du pays, la complexité et la sensibilité de son mécanisme, justifient la rigueur de ces différentes mesures. L'organisation du marché apparaît d'ailleurs, dans son ensemble, comme le résultat de l'expérience et constitue en tous cas la meilleure garantie de la prospérité de cette institution.

Au point de vue économique, cette organisation procure la stabilité du marché par la solidarité des agents de change et leur solvabilité incontestable, sauvegarde l'intérêt public par leur neutralité, condition essentielle

de la sincérité des cours et de la loyauté des transactions, garantit enfin la sécurité de la fortune générale par la correction et l'intégrité d'une corporation d'intermédiaires dont la confiance réciproque est maintenue par le contrôle permanent de la chambre syndicale. *Au point de vue de l'Etat*, indépendamment de la satisfaction que l'organisation du marché donne à l'intérêt général, il faut bien reconnaître que la régularité des transferts opérés sur le grand livre de la Dette publique et la responsabilité de l'Etat couverte sans réserves par celle de la Compagnie des agents de change constituent des avantages dont une organisation plus libérale ne permettrait pas le maintien.

Sans doute, on s'ingénie à contester ces avantages, on s'est livré souvent à des insinuations déplacées contre les agents de change, leur délicatesse, leur solvabilité ; mais on n'a pu arriver ainsi qu'à mettre mieux en lumière l'utilité de leur institution. « Enumérer les » erreurs et les fautes imputables en tout un siècle à cinq » ou six générations d'agents, c'est attester leur rareté, » c'est rappeler qu'en cette carrière de la Bourse, si » difficile, si dangereuse, semée de tant d'écueils, où » au coefficient normal des imprudences personnelles » s'ajoutent tant de causes extérieures d'échec, des » centaines d'individus se sont succédé, sans qu'on » puisse relever à la charge de la corporation tout » entière autre chose que quelques défaillances isolées. » Et combien de fois le désastre fut-il autant l'œuvre

» des commotions politiques, des manœuvres d'agio-
 » tage, des trahisons de la mauvaise foi, que celle du
 » malheureux qui en porta la peine ! » (1).

Est-il besoin d'insister sur les avantages de la solidarité qui supprime les conséquences des fautes individuelles et donne au marché une stabilité qui n'existe pas dans les bourses étrangères? N'a-t-on pas vu, en 1882, la Compagnie des agents de change contracter une dette de quatre-vingts millions pour faire face à une crise sans précédent et sauver la place d'un écrasement définitif? Quelle est la place étrangère qui pourrait offrir un tel exemple de solidarité? Une organisation qui assure d'aussi précieux résultats justifie vraiment les avantages particuliers dont elle bénéficie.

Est-ce à dire qu'elle ne soit pas susceptible d'amélioration? Non, assurément; car rien n'est parfait en ce monde. Mais les théoriciens, faisant abstraction des contingences, prétendent moins améliorer que détruire, sans se rendre compte que leurs systèmes, étrangers aux exigences de l'intérêt général, doivent, par la force même des choses, se traduire en réalités décevantes. S'il convient de respecter leurs illusions, il importe aussi de ne pas faire courir à la fortune publique un pareil aléa.

Un organisme aussi délicat, aussi sensible que le marché financier, détenant les éléments essentiels de la

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 355.

vie économique, exerçant une influence prépondérante dans la machine sociale, nécessite une réglementation étroite et une surveillance constante. Il est indispensable de ne préposer à sa direction et à son fonctionnement que des personnalités expérimentées, honorables, dont la délicatesse et la correction soient au-dessus de toute atteinte ; de les soumettre à des obligations et à des responsabilités précises, en rapport avec la gravité de la mission qui leur est confiée. Et il faut bien reconnaître que, telle qu'elle est, l'organisation actuelle de la Compagnie des agents de change satisfait à ces exigences, et qu'elle a donné au marché une stabilité, à l'intérêt général une sécurité, qu'il serait puéril de contester et dangereux de compromettre.

CHAPITRE II

Les courtiers libres. Leur organisation. Leur intervention sur le marché financier.

Lorsqu'on parle des *courtiers libres*, on évoque nécessairement la lutte séculaire entre le parquet et la coulisse. Si l'on s'en rapportait à M. Boulanger, la coulisse se serait formée d'elle-même, « parce que le » parquet, tel qu'il est constitué, tel qu'il est réglé- » menté, est absolument insuffisant pour répondre aux » besoins du marché financier français » (1). L'origine du *marronnage* est bien plus ancienne. Il a existé dès le jour où le négoce des lettres de change, des métaux précieux, des valeurs mobilières, a fait l'objet de fonctions exclusives. Les édits de 1304 et 1549 en font foi. Ils prescrivent des pénalités contre ceux qui s'entre-mettent dans les fonctions de courtiers sans prêter serment et commettent des abus et malversations au préjudice du public. A cette époque lointaine, leur intervention n'était pas assurément motivée par l'insuf-

(1) Discours au Sénat, séance du 28 mars 1893 (*Journal officiel*, 29 mars, p. 478, col. 3).

finance des courtiers réguliers. Aussi serait-ce une erreur de considérer le marronnage « comme un produit de » notre siècle, comme une protestation vivante de la » liberté du travail, violée par la législation étroite de » l'Empire et de la Restauration » ⁽¹⁾.

L'Edit de 1638 constate ensuite que le marronnage « cause de graves désordres et que le public en reçoit un très grand préjudice ». L'arrêt du Conseil du 2 avril 1639 prescrit contre lui des pénalités sévères. Puis viennent successivement les Edits de novembre 1714, mars et août 1720 et 24 septembre 1724, qui reproduisent les mêmes prohibitions. On les retrouve encore dans les arrêts du Conseil des 26 novembre 1781, 7 août 1785 et 10 juin 1788. Des poursuites sont exercées contre les courtiers marrons d'une manière à peu près constante. Ces prescriptions et ces poursuites ne parviennent pas à supprimer l'industrie du marronnage et, en 1790, ces courtiers sont assez nombreux et assez puissants pour engager la lutte contre la corporation privilégiée. Il serait sans intérêt de reproduire par le menu tous les agissements auxquels ils se sont livrés sous l'ancien régime. Il suffit de constater que la coulisse est contemporaine de l'institution des agents de change et de lui reconnaître « l'antiquité de ses quartiers ».

Nul d'ailleurs, ne saurait le méconnaître et on peut

⁽¹⁾ Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 60.

dire, avec MM. Oudin et Vidal ⁽¹⁾, que les premiers coulissiers furent « ceux qui, à Paris, tenaient change » ailleurs qu'au Grand-Pont et, hors Paris, autre part » qu'aux *tables* (lieux de change royaux), sans assentiment ni congé ». « L'existence de la coulisse, dit à cet égard M. Buchère, paraît remonter à une époque aussi ancienne que la création des offices d'agent de change. Dès l'origine, en effet, des arrêts du Conseil portèrent des peines sévères contre ceux qui usurpaient les fonctions de ces agents; et le renouvellement fréquent de ces arrêts constate que ces contraventions exigeaient une répression sérieuse. L'agiotage n'est pas une innovation de notre siècle, et il est facile de comprendre qu'à toutes les époques des agents sans caractère officiel ont dû s'offrir comme intermédiaires aux spéculateurs peu soucieux de se soumettre aux règles que leur imposait le ministère des officiers publics indiqués par la loi » ⁽²⁾.

Sous l'ancien régime, les courtiers libres ne paraissent pas s'être groupés en corporation et ce n'est que dans le cours du XIX^e siècle qu'ils ont songé à s'unir pour défendre leurs intérêts. La loi du 17 mars 1791, en restituant au marché financier la liberté absolue, avait enlevé au marronnage sa raison d'être. Quiconque, en effet, pouvait être agent de change en acquittant la

(1) *L'organisation du marché libre à la Bourse de Paris*, Congrès international des valeurs mobilières, Mémoire n. 52, p. 2.

(2) Buchère, *Traité des opérations de la Bourse*, p. 23.

patente fixée dont le paiement tenait lieu de l'investiture royale. La loi de 1791 se bornait à prescrire quelques règles relatives au serment des agents de change, à l'incompatibilité de leurs fonctions avec toute autre profession, à l'interdiction de faire des opérations personnelles, à la tenue des livres, etc...

L'expérience ne fut pas heureuse et la fermeture de la Bourse, décrétée le 27 juin 1793, en devint la conséquence. Des marchés clandestins s'établirent et, tout contrôle étant impossible, le crédit public en subit le contre-coup. La Bourse, réorganisée par la loi du 20 vendémiaire an IV qui reconstitue la Compagnie des agents de change, est ouverte de nouveau le 20 nivôse. Le marronnage renaît en même temps et renouvelle ses agissements antérieurs. Puis, le mouvement économique qui s'est produit au XIX^e siècle et le développement des valeurs mobilières sont venus donner à l'industrie des courtiers libres un essor considérable.

La coulisse envahit ouvertement le domaine réservé aux agents de change. Les négociations des coulissiers portèrent d'abord sur la rente française et ce n'est que peu à peu qu'ils s'occupèrent des valeurs industrielles et des fonds d'Etats étrangers dont l'admission à la cote officielle n'était pas alors autorisée par la loi. En 1823, la cotation des fonds étrangers est permise. Les courtiers libres s'en emparent concurremment avec les agents de change, mais sans négliger toutefois la rente française. La création des chemins de fer apporte

ensuite à la Bourse un élément nouveau d'activité dont bénéficient aussi les coulissiers. Les actions des compagnies de chemins de fer ne pouvaient être admises à la cote que si elles étaient libérées de moitié ⁽¹⁾. Dans l'intervalle, sous forme de promesses d'actions ou d'actions provisoires, elles se négociaient en coulisse et ce fut pour les courtiers libres une source importante de profits.

Mais jusqu'alors, le marché en banque, à proprement parler, n'existait pas ; la coulisse n'était pas organisée. Était *coulissier* ou réputé tel celui qui s'occupait d'opérations de bourse sans recourir à un agent de change. Le nombre des courtiers libres devint considérable. Beaucoup d'entr'eux, parfaitement honorables, offraient de sérieuses garanties ; mais combien d'autres, agioteurs sans conscience et de bas étage, n'hésitaient pas, au moment du règlement, à fausser compagnie à leurs clients comme aux autres courtiers ! L'improbité de ces agioteurs rejaillissait sur ceux-ci, de telle sorte que, dans leur ensemble, les coulissiers jouissaient d'une notoriété fâcheuse. « Après la tourmente de 1848, » quelques coulissiers, préoccupés de cette situation, » soucieux de leur honneur, se réunirent et projetèrent » de former une organisation libre » ⁽²⁾. Un cercle fut fondé mais une ordonnance de police du 1^{er} décembre 1850 le supprima.

(1) Loi du 15 juillet 1845, art. 13.

(2) Oudin et Em. Vidal, *op. cit.*, p. 13.

La Compagnie des agents de change dut toutefois se préoccuper des usurpations dont elle avait à se plaindre. Vingt-six coulissiers sont poursuivis en 1859 et condamnés pour immixtion dans les fonctions d'agent de change. Ces condamnations sont confirmées par la Cour d'appel le 2 août suivant et le pourvoi en cassation est rejeté le 19 janvier 1860.

Dans le rapport présenté à la Cour suprême, M. le conseiller Bresson fait de la coulisse le tableau suivant :

« Malgré les dispositions législatives qui sont encore en
» vigueur, un grand nombre d'individus usurpent les
» attributions des agents de change. Composée d'abord
» d'un petit nombre, la coulisse a insensiblement pris
» des proportions considérables. Elle s'est tenue en
» différents lieux, au passage des Panoramas, à Tortoni,
» à Valentino, au Casino, au passage de l'Opéra, d'où
» elle a été successivement expulsée par mesure administrative. En dernier lieu, elle s'est réfugiée sous le
» péristyle et dans l'intérieur même de la Bourse. A
» partir de ce jour, la prévention soutient que la coulisse est devenue une véritable contrefaçon du parquet
» des agents de change. Il est de notoriété publique que
» les coulissiers vendent et achètent toutes les valeurs
» que vendent et achètent les agents, et par les facilités
» qu'ils donnent aux spéculateurs, la différence de
» courtage, la variation dans le cours de la Rente
» qu'ils traitent par fractions de deux centimes et demi,
» et l'échelle peu élevée de leurs primes, ils ont dans

» ces derniers temps absorbé la presque totalité du
» marché de la Rente... »*

La coulisse, atteinte par ces condamnations, se retire alors de la Bourse ; mais elle y rentre vers la fin de 1861 et, depuis lors, s'y est maintenue. Plus tard, la loi du 28 mars 1885 a déclaré légaux les marchés à terme interdits par la législation antérieure, mais tolérés en fait et généralement validés par la jurisprudence. Cette loi a supprimé ainsi un des principaux arguments invoqués par les courtiers libres pour justifier leur intervention à côté du marché officiel. Puis un arrêt de la Cour de cassation du 1^{er} juillet 1885 est venu fixer la portée de l'article 76 du Code de commerce dans des conditions particulièrement intéressantes pour les coulissiers. Cet arrêt décide en effet que, *par valeurs susceptibles d'être cotées*, il faut entendre exclusivement les valeurs admises à la cote officielle. Par voie de conséquence, les valeurs non admises à la cote restaient, au point de vue de leur négociation, sous l'empire du droit commun. La coulisse trouvait ainsi sa raison d'être.

Aussitôt deux syndicats professionnels sont créés par les coulissiers dans les termes de la loi du 21 mars 1884 : un pour les opérations à terme, un autre pour les opérations au comptant. L'état inorganique de la coulisse cessait ainsi. Un domaine spécial lui était imparti sur lequel elle pouvait se mouvoir, sinon à l'exclusion des agents de change, tout au moins concurremment avec eux. Ses opérations devenaient légales en n'ayant

pour objet que des valeurs non cotées. Mais ce champ limité ne suffisait pas encore à son activité ; les errements du passé se continuèrent ; les transactions sur la rente et sur différentes valeurs cotées, telles que l'Extérieure, les valeurs Ottomanes, etc., se pratiquèrent sur le marché en banque au mépris des prescriptions de la loi, dans les mêmes conditions que précédemment. L'arrêt de 1883 avait donné à la coulisse, ce qu'elle cherchait depuis longtemps, une raison d'être ; il n'avait pas supprimé ses agissements illicites. C'est dans ces conditions que se sont produites les modifications apportées au marché financier à la suite de l'amendement Fleury-Ravarin.

Trois décrets du 29 juin 1898, rendus à la suite de cet amendement devenu l'art. 14 de la loi du 13 avril 1898, ont modifié la composition des chambres syndicales d'agents de change, créé entre les agents la solidarité légale, augmenté leur nombre qui, à Paris, a été porté à 70, et abaissé le tarif des courtages. L'art. 14 de la loi du 13 avril 1898 astreint quiconque fait profession de recueillir des ordres de bourse de représenter aux agents du fisc les bordereaux d'agent de change pour les valeurs admises à la cote officielle. La coulisse subissait ainsi une grave atteinte. Les opérations sur valeurs cotées ne lui étaient plus possibles. Les profits, illicites il est vrai, qui jusqu'alors avaient constitué le plus clair produit de son industrie, disparaissaient du fait des prescriptions de l'art. 14 susvisé.

Les coulissiers n'eurent aucune illusion à cet égard et leur exode vers la bourse de Bruxelles, dont on a gardé le souvenir, en est la preuve certaine. Ils se sont heureusement ravisés depuis, estimant que le domaine qui leur restait pouvait offrir encore un champ d'action intéressant. L'avenir leur donnera raison sans aucun doute, s'ils dirigent leur activité vers le but qui doit rester le leur : la préparation des affaires; s'ils y consacrent leurs facultés, leur ingéniosité, leur esprit d'initiative et de progrès; s'ils savent, surtout s'organiser fortement et écarter des concurrences clandestines qui sont pour eux ce qu'ils furent eux-mêmes pour les agents de change.

Si nous avons adopté, en effet, l'appellation générale : *courtiers libres*, par opposition à celle : *agents de change*, c'est que les coulissiers ne sont pas les seuls courtiers libres opérant à Paris. Suivant nous, par *coulissiers* on doit entendre exclusivement les membres des syndicats organisés en conformité de la loi du 21 mars 1884. Ce sont ces syndicats qui constituent seuls, dans la réalité des choses, le *marché en banque*. C'est par eux seulement, par leur groupement, que peut fonctionner le libre jeu des offres et des demandes, indispensable pour assurer, sur les valeurs exclues du parquet, la sincérité des cours et la loyauté des transactions. Si des courtiers isolés font des opérations en dehors, dans la rue ou dans le secret de leur cabinet, ces transactions ne rentrent pas dans la catégorie de celles réalisées sur le marché; elles ne participent pas

à la liquidation centrale, n'ont aucune influence sur les cours et doivent être considérées comme suspectes.

Nous n'avons pas l'intention d'instituer à cet égard une discussion juridique et d'établir notamment que, dans l'intention du donneur d'ordres, l'exécution sur le marché apparaît comme une des conditions constitutives du mandat. Il suffit de constater que, depuis l'arrêt du 1^{er} juillet 1885, qui a délimité à chacun sa sphère d'action, il existe en réalité deux marchés parfaitement légaux : l'un, le marché officiel, réglementé par l'Etat, jouissant de privilèges déterminés ; l'autre, le marché en banque, fonctionnant sous l'empire du droit commun, organisé régulièrement, mais ouvert à toute personne satisfaisant aux conditions imposées par ses règlements.

Néanmoins, le marché libre, tel qu'il est constitué à côté du marché officiel, est devenu à son tour victime du marronnage. Ce n'est pas assurément que les règlements de la coulisse soient trop restrictifs du principe de la liberté du commerce, ou bien que ce marché soit insuffisant pour répondre aux besoins du public ; c'est uniquement parce qu'il existe toujours des individus peu soucieux de se soumettre à une réglementation quelconque et considérant comme nuisibles à leur industrie tous les règlements, qu'ils soient imposés par le pouvoir public dans l'intérêt général ou qu'ils émanent de l'initiative privée justement préoccupée d'assurer la loyauté et la régularité des transactions. L'existence de

ces courtiers non inscrits au syndicat de la coulisse, des nombreuses maisons de contreparties qui surgissent et disparaissent, tout au moins en majeure partie, suivant les fluctuations de la cote, constitue la preuve non équivoque de l'impuissance du marché libre à supprimer le marronnage. Cet état de choses démontre, à cet égard, l'inefficacité de l'application du principe de la liberté du commerce et permet de conclure que l'intervention énergique et constante de l'autorité judiciaire serait seule susceptible d'assurer sa disparition.

Toujours est-il qu'on ne doit pas confondre les *coulissiers* avec les courtiers, n'ayant de cette fonction que le nom, qui simulent l'exécution des ordres sollicités d'une clientèle vraiment trop naïve et en font simplement la contrepartie, ou avec les officines pratiquant, aux environs de la Bourse, les *opérations au tableau*. Celles-ci peuvent dire, à leur décharge, qu'opérant ouvertement, à des conditions affichées, les clients qui viennent travailler dans leurs bureaux pendant la durée de la Bourse connaissent leurs procédés et savent très bien ce qu'ils font et pourquoi ils le font. C'est possible ; mais leurs agissements n'en sont pas moins regrettables et la morale publique est aussi intéressée que le marché lui-même à leur suppression ⁽¹⁾. Les maisons de

(1) Les opérations au tableau sont pratiquées par un certain nombre de maisons installées aux environs de la Bourse. Une salle est réservée à la clientèle qui s'y réunit pendant les heures de bourse. Sur un tableau placé en évidence, les cours pratiqués en Bourse, apportés généralement toutes les cinq minutes, sont affichés et les clients ont la faculté de traiter avec la

contreparties, sauf certaines qui opèrent par *contrat direct* et le déclarent nettement, — ce qui leur permet à l'occasion d'invoquer leur bonne foi —, se constituent clandestinement contreparties de leurs clients ⁽¹⁾.

maison aux cours ainsi indiqués. Ils passent un ordre et la réponse leur est confirmée immédiatement. Les opérations portent indistinctement sur des valeurs cotées et des valeurs non cotées et ont lieu d'ailleurs sur des quantités le plus souvent inférieures à celles prescrites pour les opérations à terme. On traite dans ces maisons, par exemple, pour 300 francs de rente 3 p. 100 ou multiples de 300 francs, de même que pour 5 titres de valeurs cotées et non cotées ou multiples de 5 titres et parfois pour des quantités inférieures. C'est le jeu mis à la portée de toutes les bourses, et le légitime souci de la morale publique justifierait, ce semble, la fermeture de ces officines qui n'exercent leur industrie qu'en raison d'une tolérance regrettable à tous égards.

(1) Les procédés employés par les maisons de contre-parties sont parfois fort ingénieux. Leur diversité n'a d'ailleurs d'autres limites que l'ingéniosité humaine. On peut signaler à cet égard les modes suivants, qui, depuis quelques années, sont devenus d'une pratique courante. Certaines maisons font signer à leurs clients des conventions les autorisant à exécuter leurs ordres à *Bruxelles usances de Paris*. Les ordres sont ainsi soi-disant exécutés sur le marché de Bruxelles, aux cours, conditions et usages du marché de Paris. Or, il est évident que cette exécution est impossible en fait et en droit. On ne peut pas réaliser à Bruxelles des opérations aux cours de la Bourse de Paris, ni aux conditions et usages de cette Bourse. Mais les maisons qui pratiquent ce genre d'opérations obtiennent toujours d'un agent de change ou d'un soi-disant agent de change de Bruxelles des lettres d'avis et comptes de liquidation établissant l'exécution des opérations. Les justifications qu'elles peuvent ainsi produire, le cas échéant, n'ont aucune valeur juridique et ne résistent pas à l'examen. Mais, si les tribunaux les déclarent sans valeur, bien des clients sont cependant assez naïfs pour s'en contenter.

D'autres maisons traitent les opérations dites au *comptant différé* ou bien au *comptant accessible*. Dans ces opérations, le banquier est censé acheter des titres au comptant pour le compte de son client, en prendre livraison et en rester dépositaire jusqu'au jour où le client les retire en remboursant l'avance faite ou les fait revendre pour liquider ses engagements. Le client doit verser une provision variable suivant la nature et la

Sollicités par des circulaires, des journaux, des annonces, souvent aussi par des *rabatteurs* savamment préparés à ce rôle, éblouis par le miroitement de bénéfices imaginaires, se confiant aux conseils qui leur sont donnés, la plupart de ces clients se laissent surprendre des ordres, convaincus qu'ils seront exécutés au mieux de leurs intérêts. Ils sont avisés naturellement de l'exécution, alors que cette exécution simulée est faite, après bourse et au vu de la cote, par un simple jeu d'écritures leur appliquant, bien entendu, le cours le plus défavorable; puis, à la première occasion, sous un prétexte quelconque, le client est étranglé, si tel est l'intérêt du contrepartiste. Les circonstances sont-elles défavorables et les prévisions déçues? La maison de contrepartie n'hésite pas, si c'est nécessaire, à disparaître ou à se transformer, et le client, s'il est par hasard créateur, ne trouve plus devant lui qu'une caisse vide et fermée. On ne saurait trop s'élever contre de tels agissements ⁽¹⁾.

valeur des titres et payer en outre l'intérêt des sommes avancées. Le banquier se réserve d'ailleurs d'exiger, suivant les fluctuations des cours, une provision supplémentaire, ce qui lui permet, le cas échéant, d'étrangler le client. Il est inutile d'ajouter que, dans la réalité des choses, le banquier ne fait aucune opération et se livre simplement à des jeux d'écritures.

D'autres maisons, enfin, ont soin de faire signer à leurs clients des contrats stipulant qu'en aucun cas il ne pourra y avoir livraisons de titres, et que les opérations ne se solderont que par des différences. C'est alors la convention de jeu et le client ne peut plus exiger la restitution des couvertures qu'il a versées.

⁽¹⁾ Les tribunaux se sont préoccupés des agissements des maisons de contre-parties, et la Cour de cassation vient de décider (16 fév. 1907, *Gaz.*

La coexistence de ces maisons de contreparties crée, dans l'esprit public, une confusion fâcheuse pour les coulissiers et susceptible de leur infliger le vernis d'une réputation douteuse. Ceux-ci, en règle générale, traitent les affaires d'une manière sérieuse, se cantonnent d'ordinaire dans leurs attributions et sont en relation avec d'excellents clients. En raison de leur organisation, ils offrent des garanties de moralité, de régularité et d'honorabilité certaines. C'est une grave erreur de vouloir les confondre avec les courtiers dont nous venons de parler et les coulissiers ont raison de protester énergiquement contre une pareille assimilation.

La *coulisse* comprend, à la Bourse de Paris, trois groupes distincts : la coulisse des valeurs à terme, la coulisse des rentes et la coulisse du comptant. Le premier de ces groupes est le plus important et le plus riche. La plupart de ses membres font en même temps partie des autres groupes. Il suffit, dès lors, de préciser les conditions de son fonctionnement, ceux-ci étant organisés sur des bases à peu près identiques.

La coulisse des valeurs à terme est organisée en syndicat professionnel, ouvert à toute personne présentant les conditions exigées par ses règlements. Ce syndicat a

Trib., 6 mars) que le fait, par un banquier, de se présenter faussement à ses clients comme intermédiaire pour l'exécution d'ordres de bourse dont il fait la contrepartie et de se faire remettre notamment des frais de courtage qui représentent des opérations imaginaires, constitue le délit d'escroquerie prévu et puni par l'art. 405 C. pén. — Dans le même sens, Cass., 29 fév. 1896, D. P., 96. 1. 535.

été constitué le 2 décembre 1898, mais ses statuts et règlements ont subi récemment différentes modifications ⁽¹⁾. Les conditions d'admission sont les suivantes : 1° faire profession de traiter des opérations de Bourse pour soi-même ou pour autrui ; 2° être Français et jouir de ses droits civils ; 3° justifier d'un capital social ou personnel de 500.000 francs entièrement versé ; 4° posséder une suffisante expérience des affaires de bourse. A partir du 18 mars 1907, tout membre nouveau doit justifier d'un capital de 1.000.000 de francs, à moins qu'il ne prenne la suite des affaires d'une maison antérieurement admise, auquel cas il n'aura à justifier que d'un capital de 500.000 francs. Au point de vue de la nationalité, les maisons étrangères qui faisaient partie du syndicat avant le 2 décembre 1898 ont été maintenues ; mais depuis lors aucun étranger nouveau n'a été admis. Le syndicat comprenait, au 1^{er} mars 1907, 103 maisons dont 10 seulement étaient étrangères.

Le syndicat est administré par une chambre syndicale, composée de cinq membres au moins et de neuf au plus, élus en assemblée générale, au scrutin secret, pour une année. La chambre syndicale a pour mission de défendre les intérêts communs des membres de l'association, d'élaborer les règlements et d'en surveiller l'exécution. Elle donne son avis sur les différends pouvant exister

(1) Ces modifications ont été votées par les membres du syndicat des banquiers en valeurs à terme, réunis en assemblée générale, le 18 mars 1907.

entre les membres du syndicat et, si elle en est priée, entre ceux-ci et les tiers. Elle statue sur l'admission des nouveaux membres et peut prononcer d'office la radiation de tout membre qui n'effectue pas le versement prescrit par l'art. 39 du règlement ou qui se trouve en état de défaillance.

La chambre syndicale statue sur l'admission des valeurs au marché, fait enregistrer publiquement, sur le marché et sous sa surveillance, les cours des opérations et des reports, publie la cote du marché à terme des valeurs en banque, centralise la liquidation des affaires à terme et en opère le règlement. Elle appelle, chaque mois, un versement de garantie jusqu'à concurrence de 100.000 francs, versement qui est porté au crédit de chaque maison dans le règlement de chaque liquidation (art. 39). Enfin la chambre syndicale peut infliger des peines disciplinaires : un simple avertissement, un blâme, des amendes jusqu'à concurrence de 5.000 francs, la suspension pour deux mois au maximum. La radiation peut être prononcée par l'assemblée générale, sur la proposition de la chambre syndicale, contre tout membre coupable d'un manquement grave aux usages commerciaux du marché ou aux prescriptions essentielles du règlement.

Le règlement stipule, en outre, que les seules valeurs admises à la cote du marché sont celles qui ne figurent pas à la cote officielle de la compagnie des agents de change ; qu'il est interdit sous peine d'amende de traiter,

dans les groupes, avec les maisons ne faisant pas partie du marché ; qu'il est aussi interdit d'y traiter des opérations sur valeurs non admises à la cote, sauf en ce qui concerne les opérations à l'émission. Il prescrit de plus différentes mesures relatives à la tractation et au règlement des opérations, ainsi qu'à la liquidation des engagements des membres défailants. Telle est, dans ses grandes lignes, la réglementation du syndicat des banquiers en valeurs à terme. Il convient de constater qu'il n'existe entre ses membres aucune solidarité et que les statuts et règlements sont muets au sujet des responsabilités qu'ils peuvent encourir et qui restent dès lors sous l'empire du droit commun.

La réglementation de la coulisse des rentes et de la coulisse du comptant est sensiblement identique. Les conditions d'admission des adhérents, les prescriptions relatives à l'admission des valeurs, à la confection de la cote, aux pouvoirs conférés à la chambre syndicale, sont les mêmes. La seule différence importante à signaler est relative au capital social ou personnel dont chaque adhérent doit justifier. Ce capital doit être de 50.000 francs pour les membres du groupe des banquiers en rentes et de 100.000 francs pour ceux du syndicat des banquiers en valeurs au comptant. Ajoutons enfin qu'au 1^{er} mars 1907, ce dernier syndicat comprenait 150 maisons adhérentes et que la coulisse des rentes en comptait 73.

Telle est l'organisation du *marché en banque*. Elle pré-

sente des inconvénients que nous nous attacherons à préciser plus loin ; mais elle offre aussi certains avantages. L'arrêt du 1^{er} juillet 1883 ayant délimité le domaine réservé exclusivement aux agents de change, le fonctionnement du marché en banque a une base parfaitement légale en travaillant exclusivement sur les valeurs qui ne sont pas admises à la cote officielle. Le nombre de ces valeurs est fort important ⁽¹⁾. Or, beaucoup d'entre elles, la majeure partie pouvons-nous dire, ne sont pas susceptibles d'être admises au parquet, en raison des prescriptions restrictives de la loi ⁽²⁾ ; d'autres se refuseront toujours à y demander leur admission, guidées par des convenances personnelles ou désireuses de se soustraire à l'application des lois fiscales françaises. L'existence du marché en banque s'impose par conséquent comme une nécessité économique. Les valeurs non cotées, n'étant pas négociées par les agents de change, leur circulation ne serait plus possible, alors que par le marché en banque le principe de la liberté des transactions reçoit satisfaction, non seulement sans inconvénients, mais avec profit pour l'intérêt général.

« Le crédit public, dit M. Crépon, demande que » toutes facilités soient données aux valeurs non cotées

(1) Au 1^{er} janvier 1907 les valeurs négociées sur le marché en banque comprenaient : 1^o au comptant, 504 valeurs, tant actions qu'obligations, 2^o à terme, 104 valeurs.

(2) Pour être admises à la cote, les valeurs étrangères doivent satisfaire aux prescriptions du décret du 6 février 1880 et de l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907.

» comme aux valeurs cotées ; d'où la nécessité du mar-
» ché en banque. C'est affaire, après tout, aux spécula-
» teurs, aux donneurs d'ordre, de négliger, si bon leur
» semble, la garantie que présente l'inscription à la
» cote ; ils le font à leurs risques et périls. La loi a rem-
» pli son rôle, quand elle a veillé à la constitution des
» sociétés anonymes et déterminé le moment où leurs
» actions deviendraient négociables ; quand elle a insti-
» tué la cote officielle et qu'elle en a fait gardienne et
» maîtresse une corporation dont l'honorabilité est
» assez haute, dont les responsabilités sont assez larges
» pour offrir aux intérêts la meilleure et la plus sûre
» des sauvegardes ; mais la loi dépasserait son rôle si
» elle faisait davantage, si elle entravait la circulation
» des valeurs par le motif qu'elles ne sont pas cotées et
» créait ce cercle vicieux : que les valeurs ne peuvent
» être cotées qu'autant qu'elles circulent largement et
» qu'elles ne peuvent circuler largement parce qu'elles
» ne sont pas cotées... » (1).

La question s'est en effet posée de savoir si le marché en banque devait être supprimé ou s'il convenait de le réglementer sous la surveillance de l'Etat. La suppression de ce marché n'est pas possible, ainsi que cela a été dit : son existence, nécessaire pour la libre circulation de la fortune publique, constituant un fait économique qu'il faut savoir reconnaître. Mais convient-il de

(1) *De la négociation des effets publics et autres*, p. 97.

le doter d'une réglementation particulière ? Nous ne le pensons pas. Ou cette réglementation serait identique à celle des agents de change, — et il serait difficile équitablement de l'admettre autrement, — ou elle serait plus libérale. Dans le premier cas, la coexistence de deux marchés distincts n'aurait plus de raison d'être ; les valeurs ne satisfaisant pas aux prescriptions exigées pour l'admission à la cote ne circuleraient plus librement, et la réglementation ne pourrait que donner un regain d'activité au marronage. Dans le second cas, quelle différence faire entre les deux marchés au point de vue de la liberté des transactions ? Toute différence violerait l'équité.

On ne s'expliquerait pas d'ailleurs que le marché en banque, dont les intermédiaires ne pourraient offrir des garanties supérieures à celles des agents de change, fût traité avec plus de faveur. Le marché officiel est utile, indispensable ; il satisfait aux mœurs, aux traditions du pays ; il sauvegarde l'intérêt général tout autant que les fortunes privées ; et sa prospérité est liée à la prospérité même de l'Etat. Il importe de le conserver et de maintenir avec un soin jaloux ses principes essentiels à l'abri de toute atteinte. On ne peut invoquer les mêmes raisons pour justifier l'intervention des pouvoirs publics dans la réglementation du marché en banque. Sa clientèle est surtout formée de spéculateurs qui savent très bien ce qu'ils font et pourquoi ils le font ; les valeurs non cotées ne sont pas généralement des valeurs de père

de famille; le public, le petit rentier, l'épargniste, restent les clients du marché officiel et si certains d'entr'eux se placent volontairement en dehors des garanties que ce marché leur offre, ils ne sauraient s'en plaindre. L'Etat n'a aucune raison d'intervenir dans la réglementation du marché libre parce qu'on peut dire, en thèse générale, que son fonctionnement, utile pour assurer la circulation de la fortune publique, n'affecte pas essentiellement l'intérêt général et les destinées du pays. Le droit commun doit rester la loi de ce marché.

La réglementation du marché en banque serait, d'ailleurs, fâcheuse à divers points de vue. Les coulissiers doivent être, suivant nous, des préparateurs d'affaires. En France, l'instrument financier propre à la création des affaires commerciales et industrielles fait absolument défaut. Les sociétés et établissements de crédits, constitués à l'origine dans ce but, s'en sont détournés après la crise de 1882 et préfèrent, à l'heure actuelle, le rôle de courtier à celui de créateur d'affaires. Cette situation est fâcheuse au point de vue économique. Les coulissiers trouveraient dans cet ordre d'idées un élément intéressant d'activité.

S'ils avaient l'esprit d'initiative, les capitaux ne leur feraient pas défaut; car ils recherchent de plus en plus les placements rémunérateurs, alors même qu'il y aurait quelques risques à courir. Les nouvelles entreprises alimenteraient le marché libre et auraient, sur les affaires exotiques qu'il reçoit d'un marché étranger, trop

souvent les yeux fermés, l'avantage de contribuer plus directement à la prospérité économique du pays. Les coulissiers doivent être, en définitive, entrepreneurs et chercheurs et jouer, dans le marché financier, le « rôle propulseur » indiqué par M. Paul Leroy-Beaulieu. La réglementation du marché en banque gênerait à cet égard la liberté de leurs mouvements. Cette réglementation serait restrictive des principes généraux, sans quoi elle n'aurait plus de raison d'être ; et il est nécessaire que les coulissiers puissent se mouvoir librement dans les limites du droit commun.

Est-ce à dire que le marché en banque doive fonctionner à l'aventure, au gré de chacun, sans qu'une autorité quelconque ait la mission de surveiller la régularité des transactions et l'observation des devoirs professionnels ? Non, assurément ; mais les règlements doivent être l'œuvre des intéressés et l'autorité doit émaner d'eux-mêmes. Le sentiment de leurs intérêts doit être assez puissant pour leur faire accepter par raison les devoirs et les obligations susceptibles d'inspirer la confiance sans laquelle tous leurs efforts resteraient vains. C'est cette conception qui a présidé à la formation des syndicats dont il vient d'être question et à l'élaboration de leurs règlements. Les transactions ne sont possibles, en effet, que si chacun connaît et peut apprécier la moralité, le crédit, la solvabilité de ses co-contractants.

L'organisation des coulissiers en syndicats profes-

sionnels a eu pour résultat de faciliter les opérations, de sauvegarder leurs intérêts et de donner au marché en banque une certaine stabilité. Toutefois, le défaut de solidarité entr'eux, la difficulté de procéder à une sélection rigoureuse, l'élasticité des règlements, restent toujours pour ce marché une cause de péril. On n'a pas besoin de rappeler à cet égard les incidents fâcheux de la crise de 1893. L'organisation du marché en banque, si elle présente des avantages, n'est pas sans offrir, par contre, certains inconvénients et ce qu'on peut surtout lui reprocher, c'est d'abord que les groupements en faisant partie ont été constitués principalement pour sauvegarder les intérêts de leurs membres et ne se préoccupent de l'intérêt du public que d'une manière bien relative; c'est ensuite que cette organisation a surtout envisagé les facilités à donner aux affaires et a perdu de vue l'éventualité des crises.

Si l'on examine, en effet, les statuts et règlements des différents syndicats des marchés en banque, on constate qu'ils ne contiennent, dans la réalité des choses, que des stipulations visant les intérêts de leurs membres. Au regard du public, des donneurs d'ordres, dont le concours doit cependant constituer un des éléments essentiels du marché en banque, les statuts et règlements sont muets. Leurs droits, qu'il eût été peut-être plus habile de préciser, restent dès lors sous l'empire du droit commun. La seule stipulation intéressant

le public est celle qui décide que, au cas de défaillance d'un coulissier, le versement de garantie prescrit par l'article 39 et les soldes, résultant de la compensation, dus au défaillant par ses collègues, constituent le gage commun de tous ses créanciers. N'est-ce pas d'ailleurs une garantie plus apparente que réelle ? Si le coulissier est en défaillance, c'est généralement parce qu'il est débiteur en liquidation et ne peut faire face à ses engagements. Les soldes créditeurs, prévus par la stipulation susvisée, apparaissent ainsi bien problématiques ! Il serait à désirer, dans l'intérêt même des coulissiers, que leurs règlements témoignent d'une préoccupation plus certaine d'assurer, vis-à-vis du public, en tout état de cause, l'exécution des engagements qu'ils ont contractés.

Quoi qu'il en soit, l'organisation du marché en banque, malgré ses défauts inhérents d'ailleurs au régime de liberté qui est le sien, donne à l'intérêt général des garanties, moins appréciables sans doute que celles offertes par le marché officiel, mais néanmoins susceptibles de sauvegarder, dans une certaine mesure, la sécurité des transactions et leur loyauté. Aussi, est-il regrettable qu'à côté de ce marché réglementé dans les conditions qui viennent d'être indiquées, puissent fonctionner librement « des officines louches, des agences véreuses, à qui tous les moyens sont bons pour » mettre le public en coupe réglée et avec qui, d'ail-

» leurs, la vraie coulisse repousse toute solidarité ⁽¹⁾.

Malheureusement, la loi ne saurait intervenir sans méconnaître le principe qui est la raison d'être du marché en banque; mais la jurisprudence peut suppléer à cette intervention. Les principes du mandat peuvent être invoqués utilement à cet égard. Il est évident, en effet, que le client qui donne un ordre de bourse a nécessairement en vue son exécution sur le marché; car c'est ainsi seulement qu'il peut bénéficier, par le jeu normal de la loi de l'offre et de la demande, d'un cours plus exact et des garanties sur lesquelles il est en droit de compter. En entrant nettement dans cette voie, la jurisprudence ferait une saine application de l'intention commune des parties, faciliterait la disparition des maisons de contreparties et contribuerait à l'assainissement du marché.

Toujours est-il que le marché en banque se meut dans un domaine nettement délimité, occupe à la bourse une place parfaitement légale et constitue ainsi, à l'heure actuelle, un organe régulier du marché financier. Il ne jouit plus, comme autrefois, d'une simple tolérance. Sans doute, il convient de faire à cet égard certaines réserves en ce qui concerne le groupement des banquiers en rente, car la coulisse des rentes est seulement tolérée et la légalité de ses opérations n'est pas admise. Toutefois, son existence peut être justifiée, d'une

(1) Broussois, *Du monopole des agents de change et de sa suppression*, p. 196.

part, par l'intérêt supérieur de l'Etat qui exige, pour les fonds publics, un marché largement ouvert à tous les spéculateurs, et, d'autre part, par le contrôle qu'exerce sur ce marché le marché officiel : contrôle qui résulte de l'action continue qu'à ce dernier marché sur la coulisse où ne se traitent pas d'opérations au comptant, de l'obligation pour le marché de la coulisse de passer par l'intermédiaire des agents de change pour les mouvements de titres nécessités par les liquidations, d'avoir encore recours à eux pour le paiement des droits fiscaux. On peut admettre ainsi, dans une certaine mesure, que la faculté de négocier les rentes françaises à côté du parquet puisse être tolérée ; mais il ne faut pas perdre de vue qu'au point de vue légal, les négociations faites en coulisse sur ces rentes restent toujours frappées d'une nullité d'ordre public.

Les syndicats des banquiers en valeurs à terme et au comptant fonctionnent, au contraire, dans des conditions régulières et normales. Les décrets de 1898 ont obligé les coulissiers à rentrer dans la légalité. Leur champ d'action a pu en être restreint ; mais il a gagné en sécurité pour eux-mêmes et pour le public ce qu'il perdait en étendue. Depuis lors, ils ont modifié leurs statuts et leurs règlements, entouré de certaines précautions l'admission des valeurs sur le marché, décidé la publication d'une cote officielle des valeurs négociées sur le marché en banque, écarté, tout au moins en principe, l'élément cosmopolite. Ils ont ainsi donné au

public, comme à l'intérêt général, des satisfactions appréciables et susceptibles d'inspirer confiance. L'épreuve subie leur aura été salubre et « on doit féliciter ceux » des membres de la coulisse qui, ne désespérant pas » de son avenir, ont su, grâce à de la persévérance, à » un grand esprit de conciliation et à leur intelligence » des affaires, mettre leur syndicat en mesure de vivre » et de prospérer ».

CHAPITRE III

Les Sociétés et Etablissements de Crédit. Leur rôle économique. Leur intervention sur le marché financier.

Les sociétés et établissements de crédit constituent le troisième organe du marché financier. Les modifications successives de la vie économique, l'accroissement de la fortune mobilière, les exigences de l'industrie et du commerce ont provoqué la transformation des banques et fait éclore ces puissantes maisons qui sont arrivées en peu d'années à concentrer la presque totalité du trafic de banque. « A une époque peu lointaine encore, » les banquiers locaux avaient une sérieuse autorité, » soit dans leur province, soit dans leur département, » soit dans leur canton, selon la considération dont ils » jouissaient personnellement et les capitaux qu'ils » pouvaient détenir. Les notables industriels et négociants apportaient leurs lettres de change à l'un des » banquiers de leur place ou de la place voisine, qui » étaient admis à réescompter leurs effets à la Banque » de France ou qui conservaient du papier *en nourrice*.

» Les commerçants et fabricants de moindre importance
 » s'adressaient à de plus modestes banquiers, qui rées-
 » comptaient leurs traites à un de leurs confrères plus
 » considérés et plus puissants, intermédiaires forcés
 » entre eux et la Banque d'émission » ⁽¹⁾. Le crédit
 n'était pas alors subordonné exclusivement à la solva-
 bilité effective; l'intelligence, l'honorabilité, les aptitu-
 des professionnelles étaient appréciées; et des décou-
 verts importants facilitaient la réalisation d'entreprises
 locales ou régionales qui ne trouvent plus, à l'heure
 actuelle, les mêmes moyens d'action.

Ces banques privées ont dû céder la place aux sociétés et établissements de crédit et renoncer à une lutte qui ressemblait « au combat de l'homme armé » d'un fusil à pierre contre l'homme armé du fusil » Lebel ». Celles qui ont résisté ont vu leur clientèle s'amoin- drir dans des proportions inquiétantes pour leur avenir, ou n'ont pu soutenir la concurrence qu'en raison de leur nom ou de leurs relations personnelles. Les sociétés et établissements de crédit offraient, en effet, à leur clientèle des avantages apparents qui rendaient toute concurrence difficile.

Par leurs agences, installées peu à peu dans les principales villes, ils se sont mis en relation directe avec les commerçants, les industriels, les rentiers. A ceux-ci, ils payaient les coupons sans frais, effectuaient les achats et

(1) Sayous, *Les banques de dépôt, les banques de crédit et les sociétés financières*, p. 251.

ventes de titres sans commission particulière et fournissaient gratuitement les renseignements qu'ils désiraient avoir. A ceux-là, ils escomptaient le papier dans des conditions plus avantageuses et leur consentaient même des concessions sur leur tarif habituel, suivant l'importance des escomptes demandés et la sécurité que présentaient les clients. Puis, englobant successivement toutes les branches de l'industrie des banques, les établissements de crédit ouvraient à leur clientèle des comptes de dépôt à vue ou à échéance fixe, lui facilitaient ses règlements en délivrant des carnets de chèque ou en acceptant que les traites ou lettres de change soient domiciliées dans leurs bureaux. Enfin la création des coffres-forts, dont elles louent des cases au mois ou à l'année, a complété les mesures mises en œuvre pour attirer la clientèle.

Les avantages offerts ainsi par les établissements de crédit étaient sans doute plus apparents que réels ; mais les facilités procurées à la clientèle devaient la désaffectionner des banques privées. C'est ce qui s'est produit. « La clientèle, mise au régime fort commode » des offres de service au rabais, ne se fit pas longtemps » prier et abandonna le petit banquier » (1). Dans les grands centres, à Paris surtout, il existe encore des banques qui, jouissant d'un trafic spécial et rémunérateur, ont pu se maintenir. Certaines d'entr'elles occu-

(1) Manchez, *De la réorganisation de la Bourse de Paris*, p. 31.

pent d'ailleurs une place importante dans la vie économique, soit qu'elles se livrent au négoce des métaux précieux ou à l'arbitrage sur les valeurs mobilières, soit qu'elles dirigent leur activité vers les opérations industrielles et commerciales, soit qu'elles se consacrent à l'émission des titres, soit enfin qu'elles aient dû assimiler leurs opérations à celles des établissements de crédit.

« C'est ainsi que tout le monde connaît, à Paris, la
» maison riche depuis longtemps et portant un nom
» estimé ou célèbre : elle agit avec prudence. Pour
» elle, les dépôts sont d'une grande importance; mais
» ce qui joue un rôle tout aussi, sinon plus notable dans
» son activité, ce sont, d'une part et à l'ordinaire en
» une certaine mesure seulement, l'utilisation de son
» crédit personnel, et de l'autre, la gestion de la fortune particulière tant de ses chefs que d'une riche
» clientèle. Parfois, des relations plus ou moins étroites
» avec tels pays étrangers raniment le trafic; des émissions de fonds d'Etat, souvent exotiques, rompent
» momentanément la monotonie de son existence, et
» laissent bientôt la place aux comptes-courants et aux
» opérations de Bourse » (1).

Quoi qu'il en soit, les sociétés et établissements de crédit se sont créés une place considérable dans l'organisme social. Sans doute, leur développement, exagéré

(1) Sayous, *op. cit.*, p. 270.

à tous égards, ne peut être admis comme une nécessité économique et les avantages qu'il présente ne compensent peut-être pas les graves inconvénients que nous avons signalés plus haut. Ces inconvénients sont la conséquence de l'organisation de ces établissements, qui ont voulu concentrer toutes les activités et tous les trafics. Au point de vue de leur fonction économique, on peut, en théorie, distinguer les banques en banques de dépôt, banques de crédit et sociétés financières.

Les banques de dépôt concentrent les capitaux et l'épargne, s'en servent pour ouvrir des crédits, faciliter les affaires, réaliser des émissions et en assurer ainsi l'utilisation immédiate ; de telle sorte qu'aucune somme ne reste improductive et que la richesse générale en bénéficie. Les banques de crédit s'adressent plus spécialement au commerce et à l'industrie, leur procurent contre les garanties nécessaires les sommes dont ils ont besoin et leur permettent, soit de parer à une gêne momentanée, soit de disposer des disponibilités indispensables pour développer leur activité ou profiter de circonstances favorables. Les sociétés financières ont un rôle plus large, en ce sens qu'elles s'occupent de la transformation des entreprises privées en sociétés par actions, entrent dans des participations financières de toute nature, et se livrent, tant pour elles-mêmes que pour leur clientèle, aux transactions de la bourse comme aux opérations ordinaires du commerce.

Les établissements de crédit ont voulu concentrer

tous les trafics : dépôts, émissions, ouvertures de crédit, opérations de bourse, etc. Leur rôle n'a pas de limite ; et il suffit, pour s'en convaincre, de voir « l'argent » organisé et installé dans ces caravansérails aux milliers d'employés, offrant aux innombrables passants ses transformations, ses entreprises, ses mobilisations, ses retraites et ses abris ; le tout classé, étiqueté à des guichets affriolants, derrière lesquels siègent à la fois l'impeccable comptabilité et le prudent avis » ⁽¹⁾. Toutefois, s'ils concentrent toutes les branches du trafic de banque, ils s'adonnent plus facilement à la canalisation de l'épargne, au drainage des capitaux et à l'utilisation du goût de leur clientèle pour la spéculation.

A l'origine, ces institutions devaient être créatrices d'affaires. C'est ainsi qu'elles avaient compris leur rôle et les sociétés constituées jusque vers 1882 furent leur œuvre. « Malheureusement, toutes ces entreprises, lancées à une époque de fièvre et de spéculation folle, virent leurs titres émis à des taux majorés sans mesure. Puis vint le krack de 1882 ; la plupart de ces entreprises sombrèrent ; celles d'entr'elles qui survécurent n'ont pas encore retrouvé, après une période de hausse longue de près de vingt ans, les cours qu'elles avaient connus durant les années 1880 et 1881. A partir de cette époque, les sociétés de crédit s'engagèrent dans une autre voie » ⁽²⁾.

(1) Thiébaud, Les grands guichets, *Le Gaulois* du 9 octobre 1897.

(2) Charousset, *Essai sur la réorganisation du marché financier*, p. 125.

Si l'on consulte en effet les rapports présentés, depuis cette époque, aux assemblées d'actionnaires, on constate que ces sociétés ont déclaré renoncer à créer elles-mêmes des entreprises financières, industrielles et commerciales. Tout en continuant leur concours à l'émission de valeurs nouvelles, elles entendent se cantonner dans les opérations de banque proprement dites. La chute du Comptoir d'escompte en 1888, celle de la Société des dépôts et comptes-courants survenue peu après et suivie ensuite de l'effondrement de la Banque d'escompte, contribuèrent à maintenir les sociétés de crédit dans la nouvelle voie où elles s'étaient engagées. Mais, peu à peu, elles ont encore dévié de leur but.

A l'heure actuelle, le trafic ordinaire de banque ne joue plus qu'un rôle secondaire dans leur fonctionnement. Elles portent principalement leur activité, d'une part, sur les *dépôts* qui leur assurent une puissance financière sans rivale et augmentent leur pouvoir d'émission; d'autre part, sur le marché financier où elles peuvent intervenir par les émissions de valeurs, les reports et les opérations qu'elles réalisent, tant pour elles-mêmes que pour le compte de leurs clients. Dans ces sociétés, les opérations de crédit ne sont pratiquées, ce semble, que dans la mesure où elles ne peuvent gêner leur intervention sur le marché.

Quant aux opérations industrielles et commerciales, elles ont à peu près disparu de leur domaine. Si elles ont conservé un *service d'études financières*, chargé

spécialement d'étudier les affaires industrielles, commerciales et financières, françaises et étrangères, c'est moins dans le but de s'y intéresser personnellement, que pour se trouver en état d'apprécier la valeur et le fonctionnement des entreprises en cours, susceptibles d'attirer l'attention de leur clientèle, et pour être en mesure de répondre aux renseignements qu'elle peut leur demander.

La direction nouvelle ainsi donnée aux établissements de crédit est-elle plus avantageuse, au point de vue de l'intérêt général, que leur rôle originaire? Sans doute, elle peut leur faciliter la réalisation de bénéfices plus notables et plus rapides; mais il faut bien reconnaître qu'elle est essentiellement préjudiciable au commerce et à l'industrie. Il serait préférable assurément que le domaine de la *banque* fût distinct de celui du *commerce*, comme cela se pratique en Angleterre; car c'est ainsi seulement que l'industrie et le commerce trouveraient les moyens d'action nécessaires et que de nouvelles maisons, pouvant naître et se développer, viendraient concourir à la puissance économique du pays.

Ce serait, au surplus, sortir des limites de ce travail, que de démontrer l'exactitude de ces conclusions, d'examiner la question de la *liquidité* des banques, d'autant plus grave que les dépôts sont plus importants, de faire ressortir enfin, dans tous ses détails, l'étendue du péril économique qui peut être la

conséquence de la suprématie financière dévolue à ces établissements. Il importe seulement de préciser leur action sur le marché financier et de rechercher comment et sous quelles formes se produit leur intervention.

Les émissions de valeurs se font, dans la pratique, de trois manières : la souscription publique, la vente directe aux guichets, la négociation en bourse. Chacun de ces procédés a ses avantages et ses inconvénients. La *souscription publique* nécessite une certaine préparation du marché et du public ; elle n'est propice qu'aux valeurs offrant de sérieuses garanties, car, en pareil cas, le public peut discuter et réfléchir ; et « tous ceux » qui ne veulent pas offrir un titre de bonne qualité et » y étiqueter un prix d'achat suffisamment rémunérateur cherchent quelque voie plus sûre » (¹). Si la souscription échoue, les conséquences peuvent être désastreuses et il devient en tout cas difficile de tenter utilement, soit une nouvelle émission, soit le placement direct des titres ainsi dépréciés.

D'ailleurs, en règle générale, ces tentatives ne sont pas l'œuvre d'une société isolée. Quand un établissement de crédit veut faire une souscription publique, il a soin de former, au préalable, un *syndicat* de garantie. L'émission est assurée ainsi par un groupe qui contracte, moyennant certains avantages, l'obligation d'absorber

(¹) Sayous, *op. cit.*, p. 173.

tous les titres non souscrits. S'il y a un déficit dans la souscription, les membres du syndicat s'ingénient à les passer ensuite dans le public, soit par la négociation en bourse, soit par la vente aux guichets. Ce procédé, d'une pratique courante et dont les avantages ne sont pas discutables, est employé également lorsqu'il s'agit d'introduire une valeur en bourse, sans qu'elle ait fait l'objet d'une émission publique.

Dans ce dernier cas, les titres sont introduits en bourse, dès que l'admission à la cote est obtenue. Le plus souvent, des options sont cédées à certains banquiers comme aux membres du *syndicat* qui ont assuré, de concert avec la société émettrice et sous sa direction, la souscription des titres. Un marché est établi suivant des procédés connus mais qui ne sont pas toujours à l'abri de toute critique; et le titre est infiltré ainsi dans le public, confiant au patronage de la société de crédit ou alléché par une hausse dont la sincérité est trop souvent contestable. Ce mode de procéder est surtout pratiqué sur le marché en banque, où l'on a vu de nombreuses mines d'or et autres solliciter successivement les capitaux français qui, trop souvent, n'ont pas eu à se réjouir de leur confiance.

« Ce n'est pas toujours, dit M. Manchez, le sous-
» cripteur sérieux qui achète la valeur ainsi présen-
» tée; c'est le capitaliste spéculateur à la recherche
» d'une plus-value à réaliser. L'émetteur, qui se dissi-
» mule, demande au marché une prime non justifiée, et

» les premiers spéculateurs qui la lui payent ont la
» prétention de réaliser une surprime sur les seconds
» acheteurs. Mais lorsque ceux-ci, à leur tour, veulent
» vendre, non seulement ils ne trouvent plus devant
» eux la troisième couche d'acheteurs sur laquelle ils
» comptaient, mais l'émetteur se dérobe et n'intervient,
» quand il en a les moyens, que pour tirer du même sac
» une seconde mouture. Ce ne sont pas là des affaires
» sérieuses et ce n'est pas avec une succession de tran-
» sactions de cette nature qu'on alimente et qu'on main-
» tient un grand marché financier ».

Qu'il y ait souscription publique ou simplement introduction sur le marché dans les conditions qui viennent d'être indiquées, l'intervention des sociétés émettrices n'est pas terminée lorsque les titres sont placés dans le public. Elles ont, en règle générale, l'obligation de surveiller les cours et de les soutenir. C'est leur intérêt si elles veulent sauvegarder leur réputation et leur crédit. Il n'est pas douteux, en effet, que les capitalistes, qui ont acheté les titres émis ou qui les ont souscrits, seraient peu disposés à renouveler de telles expériences, si les cours s'effondraient rendant toute réalisation impossible, ou même si un affaissement sensible leur occasionnait des pertes sérieuses. Le soutien des cours s'impose, tout au moins pendant un certain temps, et en tous cas jusqu'au jour où le rendement de la valeur justifie, dans une certaine mesure, le cours d'émission ou d'introduction.

L'intervention nécessitée par le soutien des cours est fâcheuse, parce que, d'ordinaire, elle fausse la côte et ne permet pas de connaître avec exactitude la situation de place. En tout cas cette intervention peut surprendre la bonne foi des capitalistes. Nul n'ignore combien il est aisé de provoquer une hausse continue sur un marché étroit et même sur un marché assez large. Il suffit d'échelonner savamment les ordres d'achat et d'avoir les disponibilités nécessaires pour absorber momentanément les titres offerts. A cet égard les établissements de crédit, en raison des énormes capitaux dont ils disposent, ont des moyens d'action pour ainsi dire sans limites. Ils peuvent être, sur le marché des valeurs qu'ils émettent, les arbitres absolus des offres et des demandes et l'infériorité du public est manifeste. On trouve là un des éléments du péril économique dû à leur développement et dont le marché financier subit les conséquences.

L'émission des valeurs se fait enfin par la *vente aux guichets*. C'est un procédé à peu près exclusif aux établissements de crédit, qui, par leurs agences et succursales, sont plus à même que quiconque de réaliser, sous ce mode, le placement des titres. Soit qu'ils aient pris les titres à option, soit qu'à la suite d'une entente particulière ils aient été chargés de leur placement, ces établissements donnent des ordres en conséquence à tous leurs directeurs ou employés, le plus souvent personnellement intéressés à l'écoulement des titres. Qu'un

client se présente pour encaisser des coupons ou pour solliciter un conseil au sujet d'un placement à faire, aussitôt les titres indiqués par la Direction lui sont offerts et le directeur d'agence ne néglige rien pour le décider à en acheter. Parfois aussi va-t-on à domicile attirer sur ces titres l'attention des clients riches ou qui ont, tout au moins, un compte de dépôt important. Les clients résistent rarement, parce qu'ils se trouvent en présence d'une société riche et puissante et qu'on sait faire miroiter à leurs yeux des bénéfices intéressants, quoique le plus souvent problématiques. Ils achètent ainsi, sans se préoccuper si le titre est coté ou en se contentant d'une vague assurance de demande d'admission à la cote ; et, s'ils veulent réaliser un jour, ils peuvent être soumis à de graves déceptions.

Ce négoce a pris une extension considérable dans les établissements de crédit, et les directeurs d'agences sont d'autant mieux notés qu'ils ont *infiltré* une plus grande quantité de titres dans le public. Le procédé de la *vente aux guichets* a, pour ces établissements, le double avantage « de proportionner l'émission aux » facultés présentes de la clientèle, et de ne pas attirer » l'attention de celle-ci sur les vraies conditions du » marché ». Il permet aussi de dissimuler la qualité des valeurs offertes, et les soustrait, pour ainsi dire, à toute discussion. En pareille matière, la circonspection devrait être, pour le public, une règle absolue.

Les établissements de crédit ont ainsi, comme émet-

teurs de titres, une action certaine sur le marché financier; mais leur intervention s'y manifeste d'une manière encore plus directe, en raison des opérations qu'ils sont amenés à faire pour leur propre compte ou pour leur clientèle. Cette intervention est d'autant plus prépondérante que les disponibilités de ces établissements, constamment renouvelées par le drainage continu de l'épargne, sont énormes, — d'autant plus redoutée, qu'elle est nécessaire à certains égards, comme en matière de reports, — d'autant plus périlleuse pour l'intérêt général qu'elle peut s'exercer, pour ainsi dire, sans contrepoids.

Rayonnant par leurs agences et succursales, non seulement dans la France entière, mais dans les principales villes commerçantes du monde, ces établissements centralisent des forces économiques dont ils peuvent disposer à leur guise. Détenteurs de la majeure partie de la fortune publique, disposant d'un encaisse formidable, ils réalisent une puissance financière susceptible de devenir, si l'on n'y prend garde, un formidable instrument de servitude économique. Toujours est-il qu'au point de vue spécial du marché financier, un tel état de choses peut conduire à son asservissement, ou tout au moins lui occasionner les plus graves périls.

Les établissements de crédit interviennent à la Bourse pour leur compte personnel par des achats de titres au comptant, des reports, des arbitrages ou des opérations

de spéculation. Les achats de titres au comptant permettent à ces établissements de placer momentanément leurs disponibilités avec possibilité de les réaliser facilement; mais parfois aussi ils ont lieu à un point de vue de spéculation, soit qu'une hausse soit prévue, soit que les titres doivent servir à satisfaire aux demandes de la clientèle. Les arbitrages permettent de réaliser des bénéfices en raison des différences de cours existant sur deux marchés différents et sont pratiqués d'autant plus aisément par les établissements de crédit qu'ils ont des succursales dans les villes étrangères.

Ces différentes opérations, achats au comptant et arbitrages, présentent peu de risques mais peuvent avoir une influence sérieuse sur le marché financier. Les établissements de crédit font aussi des opérations de pure spéculation. Celles-ci sont nécessairement aléatoires, qu'il s'agisse de soutenir les cours de valeurs émises, ou qu'elles soient motivées par le désir d'influencer la cote de certaines valeurs intéressant, pour une cause quelconque, l'établissement qui les réalise. Il est inutile d'insister à cet égard, et il suffit de constater que, en tant que spéculateurs, les établissements de crédit disposent de moyens d'action qui leur créent, à cet égard, une situation privilégiée.

En matière de *reports*, l'intervention de ces sociétés est plus intéressante; car « il n'est pas de question qui » soit plus étroitement liée à l'essence même des opérations de bourse. Le report est le nerf de la spécu-

» lation; il lui permet de se maintenir de liquidation » en liquidation, en un mot, de se continuer jusqu'à la » réalisation ou à la confusion des prévisions faites » ⁽¹⁾. Les établissements de crédit mettent, à chaque liquidation, des sommes fort importantes à la disposition de la spéculation. Ils font fructifier ainsi leur encaisse et leur intervention a contribué à la baisse du taux des reports, de même qu'elle a diminué le taux de l'escompte et l'intérêt des prêts sur titres. Ces reports, lorsqu'ils sont faits par l'intermédiaire des agents de change et des coulissiers inscrits, exercent sur le marché une action normale. Le taux du report est fixé d'après l'importance des disponibilités et la position de place, auxquelles il convient d'ajouter, pour les reports en coulisse, le crédit de l'intermédiaire. Au parquet, ce dernier élément n'entre pas en ligne de compte, en raison de la solidarité des agents de change. Mais les établissements de crédit font en outre des reports hors bourse et leur intervention à ce point de vue est plus fâcheuse pour le marché financier.

Un spéculateur peut, en effet, lever ses titres en liquidation et les remettre à un établissement de crédit qui en avance le prix, en totalité ou en partie, moyennant un intérêt convenu. C'est le *report hors bourse*. Généralement, le délai accordé au spéculateur dépasse la prochaine liquidation. D'autre part, dans l'intervalle

⁽¹⁾ Manchez, *Le marché financier de Paris*, p. 10. Congrès international des valeurs mobilières.

de deux liquidations, des coulissiers désireux de se créer des disponibilités peuvent *mettre en pension* dans un établissement de crédit des titres qui leur appartiennent ou qu'ils ont eux-mêmes reportés antérieurement avec leurs fonds personnels. On appelle ces opérations, dans la pratique, des reports hors bourse, bien qu'elles ne constituent en réalité que des prêts ou avances sur titres. Il n'en est pas question ici.

Les inconvénients des reports hors bourse sont, d'abord, de mettre le spéculateur à la merci de l'établissement reporteur qui peut, à l'expiration du délai convenu, lui refuser tout crédit et l'obliger à une réalisation peut-être fâcheuse. D'autre part, les reports hors bourse ne permettent pas d'apprécier exactement la situation de place et le taux des reports faits sur le marché n'est plus l'expression exacte de cette situation. C'est ainsi qu'en règle générale, les crises devraient être annoncées par l'élévation excessive du taux des reports. Cela s'est produit exactement à la veille du krack de 1882, alors que cette indication a fait défaut en 1895. Ce défaut d'indication ne peut être attribué qu'à l'importance des reports hors bourse ⁽¹⁾.

Qu'il s'agisse de reports en bourse ou de reports hors bourse, l'intervention des établissements de crédit présente, au point de vue général, un grave inconvénient. Lorsque les reports sont faits par les capitalistes, on

(1) Siegfried, Société d'économie politique de Paris, séance du 5 décembre 1895; Manchez, *Réorganisation de la Bourse de Paris*, p. 20.

n'a pas à redouter une entente entre eux pour retirer brusquement les capitaux ainsi employés et provoquer ou aggraver une crise. Si les circonstances le permettent, le capitaliste devient plus exigeant en ce qui concerne le taux du report ; mais il ne refuse pas ses bons offices, parce qu'il y trouve son bénéfice et qu'il n'a pas d'ailleurs un intérêt contraire à celui du marché. L'expérience démontre qu'il n'en est pas ainsi des établissements de crédit.

« C'est à la rigueur avec laquelle les établissements »
» reporteurs ont refusé, en 1895, leur concours au mar- »
» ché, qu'a été due, en partie, non pas la crise, con- »
» séquence infaillible des exagérations commises par »
» la coulisse sur les mines d'or, mais l'acuité extrême »
» de cette crise. Il est certain, et c'est une observation »
» qui a été faite bien des fois, que, dès l'ouverture d'une »
» crise, le crédit se resserre alors qu'il devrait s'élargir »
» pour conjurer le désastre ; mais il est bien évident »
» que, si c'est avec des sommes constituées en partie »
» avec des dépôts à vue et dont à chaque instant la »
» clientèle peut demander le remboursement que le »
» crédit a été fait, il se resserrera avec plus de rigueur »
» et de nervosité » (1).

C'est en effet le danger que court le marché financier avec les reports faits par les établissements de crédit ; et, si l'on considère que ces reports dépassent, à

(1) Charoussel, *op. cit.*, p. 155.

chaque liquidation, 300 millions, on peut se rendre compte des conséquences de l'étranglement qui résulte, pour la spéculation, du brusque retrait d'une pareille somme. Sans doute, a dit M. Neymark, à propos de la crise de 1895 et du reproche fait aux sociétés de crédit, « on a oublié qu'elles doivent avoir constamment le » souci de leur clientèle de déposants et qu'il leur faut » conserver des ressources disponibles constamment » liquides. Elles ont dû agir avec prudence et on ne » peut vraiment les en blâmer ».

Cette préoccupation des sociétés de crédit est assurément légitime ; mais elle n'excuse pas leurs agissements, de même qu'elle n'atténue pas le danger qui en résulte pour l'intérêt général. La nécessité de faire fructifier leurs disponibilités ne saurait autoriser ces sociétés à oublier qu'elles sont les premières intéressées à sauvegarder l'intérêt public et que le souci de leur avenir leur interdit de le mettre en péril. Elles n'hésitent pas cependant à le faire, si leur intérêt immédiat est en jeu ; et c'est la condamnation des opérations de reports auxquelles sont consacrées les sommes dont le retrait peut être opéré à vue par les déposants.

L'attitude des sociétés de crédit, en 1895, ne constitue pas d'ailleurs, si l'on en croit M. Manchez, un fait absolument isolé. « Les institutions de crédit, dit-il, » ont fait de l'écrasement systématique des spéculateurs, une de leurs opérations les plus lucratives. » Leur jeu consiste tout d'abord à exciter la place à se

» mettre à la hausse, en lui fournissant, sous la forme
» de report, tout l'argent qu'elle désire, aux conditions
» les plus favorables; les acheteurs se présentent en
» plus grand nombre, la hausse se fait. Puis, lorsque
» ces prêteurs ont jugé que le bénéfice à prélever est
» suffisant, quelques privilégiés sont mis dans le secret,
» vendent à découvert les valeurs reportées, et, les
» reports étant dénoncés, la baisse se produit. Les per-
» sonnes renseignées gagnent, le public perd. La com-
» binaison est simple et toujours assurée du succès » (1).

Lorsqu'il en est ainsi, les agissements des établissements de crédit prennent un caractère beaucoup plus grave. Ils n'ont plus, en pareil cas, l'excuse tirée du souci de sauvegarder les dépôts dont ils sont comptables et ils rentrent dans la catégorie des « manieurs d'argent » flétris par La Bruyère. S'il y a une certaine exagération dans le tableau qui précède, il n'en reste pas moins acquis que l'action des établissements de crédit, exclusive de l'intérêt général, est susceptible de faire courir au marché financier les pires dangers.

L'intervention de ces établissements sur le marché se produit aussi par les opérations qu'ils sont chargés de réaliser pour leur clientèle. Les ordres qu'ils reçoivent sont d'autant plus nombreux que leurs agences et succursales offrent plus de facilité aux clients pour s'adonner à la spéculation. D'ailleurs les chefs de ces

(1) *Le Temps*, 26 déc. 1897, *Semaine financière*.

agences ont soin de développer et d'entretenir cette tendance qui constitue, pour les établissements de crédit, une source importante de bénéfices; et il faut bien reconnaître qu'au point de vue des mœurs, le développement de ces institutions a été une cause de dépression incontestable.

Les ordres qu'ils reçoivent ne convergent pas tous vers le marché et beaucoup d'entr'eux sont réalisés directement dans les établissements mêmes par voie d'*applications*. Car ces sociétés reçoivent nécessairement de nombreux ordres d'achats et de ventes portant sur les mêmes valeurs. Cela s'explique aisément étant donnée l'étendue de la clientèle. Dans ces conditions, les établissements de crédit compensent entre eux les ordres en sens inverse et le solde de ces ordres apparaît seul sur le marché. Ce mode de procéder est fâcheux parce que la sincérité des cours ne peut être obtenue que si toutes les négociations se réalisent sur un marché unique; il est regrettable, parce que, dans les applications, qui ne peuvent être faites à un cours moyen puisqu'il n'y a pas de cours moyen à terme, un des clients doit se trouver nécessairement en perte.

Avant l'adoption de l'amendement Fleury-Ravarin, les établissements de crédit faisaient des applications sur valeurs cotées et sur valeurs non cotées. Depuis 1898, ils font réaliser les applications sur valeurs cotées par agents de change. Celles qu'ils font encore directe-

ment sur valeurs non cotées sont néanmoins très importantes et enlèvent au marché un élément très intéressant. Les *applications* ainsi faites par les établissements de crédit n'offrent pas les garanties nécessaires. Comment s'assurer qu'ils ne jouent pas sur le dos de leurs clients, qu'ils ne coupent pas dans les cours, qu'ils ne font pas la contrepartie des ordres reçus ?

On argumente, à cet égard, de ce que les applications sont permises aux agents de change par l'art. 43 du décret du 7 octobre 1890. Sans doute, mais l'exercice de cette faculté est subordonné à certaines conditions : l'agent de change, notamment, doit faire constater par un des membres de la chambre syndicale l'absence de demandes ou d'offres plus favorables, sauf s'il s'agit d'opérations à faire au premier ou au dernier cours. Toujours est-il que les ordres apparaissent sur le marché, et que la sincérité des cours appliqués est régulièrement constatée. Les applications ainsi faites offrent certaines garanties. Il n'en est pas de même pour celles réalisées dans les bureaux des établissements de crédit.

On soutient, il est vrai, que ces applications ne sauraient être nuisibles au marché. « On reproche aux » établissements de crédit, dit à cet égard M. Emmanuel » Vidal, les applications faites au détriment du client » et qui faussent les cours, tandis que l'agent de change » doit porter l'application de deux ordres en sens con- » traire au marché, pour voir s'il n'y a pas de condi- » tions meilleures. L'établissement de crédit est soumis

» à la même règle ; car, s'il fait une application moins
» favorable que celle du marché, il sera exposé au refus
» de ses clients. Les applications ne faussent pas les
» cours, car ce sont des contrats se faisant contrepoids ;
» et, si on les transportait au marché, ils y transporter-
» raient leur équilibre, sans influencer les prix » (1). Ce
n'est pas absolument exact, parce que ces ordres, bien
qu'ils soient en sens contraire, amèneraient forcément
des fluctuations, dont pourrait profiter, suivant son
habileté, l'agent chargé de les exécuter. Le cours final
pourrait ne pas en être modifié ; il n'en serait pas de
même des cours intermédiaires. D'ailleurs, si l'on veut
admettre que les applications faites par les établisse-
ments de crédit ne faussent pas les cours, elles présen-
tent toutefois un double inconvénient.

D'une part, elles dissimulent l'importance des transactions de la Bourse, influent nécessairement sur l'ampleur du marché et enlèvent à la spéculation un élément d'appréciation intéressant. Il n'est pas indifférent pour celle-ci que les ordres d'exécution soient plus ou moins nombreux ; elle ne peut agir utilement que si le mouvement d'affaires sur chaque valeur est réellement connu. Les opérations clandestines, alors même que du fait de leur absence les cours ne seraient pas modifiés, sont nuisibles au point de vue de l'intérêt général de la spéculation. Les applications faites par agents de change,

(1) Société d'économie politique, séance du 6 juin 1898.

en raison des précautions prises par la loi, ne présentent pas ces inconvénients et ne privent pas les spéculateurs des éléments d'appréciation indispensables pour la bonne direction de leurs opérations.

D'autre part, la sincérité des cours appliqués par les établissements de crédit n'est pas contrôlée, ainsi que cela a lieu pour les applications réalisées par agents de change. Les intérêts des clients sont ainsi à la merci de ces établissements, qui peuvent leur appliquer, au vu de la cote, les cours qui sont le mieux à leur convenance ou même des cours différents, s'ils veulent couper dans le cours, comme d'aucuns le leur reprochent. Et lorsqu'on vient dire que ce mode de procéder ne présente aucun inconvénient, parce que, « si l'application est » moins favorable que celle du marché, l'établissement » s'expose au refus du client », on peut répondre que ce refus est bien problématique en thèse générale, que le client ne peut savoir que son opération a été réalisée par application, et que, si le cours appliqué est un des cours cotés, aucune suspicion ne peut naître dans son esprit; car il se trouve en présence d'une maison puissante, lui inspirant toute confiance et dont la situation doit écarter toute présomption de fraude.

A quelque point de vue qu'on se place, — intérêt général du marché ou intérêt général de la clientèle, — les applications faites par les établissements de crédit sont regrettables. Cependant ces applications sont très importantes, tant au comptant qu'à terme. Limitées

depuis 1898 aux valeurs non cotées, si l'on fait abstraction des procédés que l'ingéniosité humaine s'applique toujours à mettre en œuvre pour se dérober aux prescriptions légales, elles préjudicient à l'activité du marché en banque et s'opposent, dans une certaine mesure, au libre fonctionnement de la loi de l'offre et de la demande.

Il convient d'ajouter que ces applications faites, soit directement, soit par agents de change, le solde des ordres reçus par les établissements de crédit est porté sur le marché, à moins qu'ils n'en fassent la contrepartie. Certains prétendent, en effet, que trop souvent ces établissements se constituent contrepartie de leurs clients. Il serait difficile de contrôler l'exactitude de cette affirmation ; mais la possibilité de faire la contrepartie, qui existe pour les sociétés de crédit dont les grands chefs sont irresponsables des agissements incorrects, mais fructueux pour elle, de leurs subordonnés, n'en constitue pas moins, pour le marché financier, un danger certain. Il suffit de le signaler sans insister davantage, convaincu que ces institutions doivent comprendre que de tels agissements amèneraient une pénurie d'affaires dont ils seraient les premiers à subir le contre-coup.

Les ordres innombrables reçus par les établissements de crédit présentent, d'autre part, un danger non moins grave en augmentant leurs moyens d'action sur le marché financier. Le solde de ces ordres, réellement

porté sur ce marché, est encore considérable. Par cela même, ces établissements peuvent préjuger de l'influence que leur exécution aura sur les cours. L'importance des ordres qu'ils détiennent peut, suivant les circonstances, accentuer la hausse ou provoquer la baisse. Il leur est loisible d'en bénéficier en spéculant pour leur compte personnel et leur intervention peut décupler ainsi l'influence résultant des ordres de leur clientèle.

En pareil cas, les établissements de crédit agissent sans risques, peut-on dire, en tous cas avec le moins de risques et ils peuvent apporter dans le domaine de la spéculation des perturbations profondes. Celle-ci doit nécessairement faire état d'une pareille éventualité. Lorsque l'amplitude des transactions et la tendance du marché sont à la merci d'une puissance financière telle que celle des établissements de crédit, la situation du marché devient forcément périlleuse et la circonspection s'impose. Il serait vain de se dissimuler le danger qui en résulte, comme aussi de contester la possibilité de l'intervention effective de ces établissements. Et on peut apprécier ainsi l'étendue du péril économique qu'entraîne la puissance, hors de toute proportion, de ces établissements.

Sans doute, on doit reconnaître que les sociétés de crédit n'usent de cette puissance qu'avec une certaine discrétion. Mais le danger qui en résulte, s'il peut en être atténué, n'en existe pas moins. Leur transforma-

tion, après la crise de 1882, est regrettable à tous égards. En se désintéressant des affaires industrielles et commerciales, en développant leur réseau d'agences et succursales qui ont amené la disparition des banques privées, en consacrant leur activité au drainage des capitaux, les établissements de crédit devaient être amenés, par la force des choses, à exercer une action prépondérante sur le marché financier. La nécessité de faire fructifier l'encaisse formidable accumulée dans leurs coffres les a portés vers les reports, les prêts sur titres, les achats de valeurs. Les ordres de leur clientèle, recueillis sur tous les points de la France et du monde, les a rendus, dans une certaine mesure, arbitres de la loi de l'offre et de la demande. C'est là le danger. A l'heure actuelle, s'ils font encore des opérations d'escompte et de crédit, ces établissements se consacrent de préférence aux dépôts et aux opérations de bourse. L'expérience démontre qu'ils n'ont pas toujours joué à cet égard un rôle compatible avec l'intérêt général. Souhaitons que, mieux avertis, ils s'abstiennent à l'avenir des agissements qu'on a dû leur reprocher en 1895. En tout cas, leur puissance financière reste toujours un inconnu pour le marché et un péril pour la spéculation.

Si l'on en croit M. Viviani, ce péril serait plus pressant. L'intervention de ces établissements se produirait, active et désastreuse, à toute occasion favorable et les masses énormes de capitaux dont ils disposent la ren-

drait irrésistible. « Aux grands jours, dit-il, intervenant
» habilement, maniant ces troupes muettes et actives,
» jetant l'argent où il faut sur le plateau que déjà le
» Destin fait pencher, les établissements de crédit font
» et défont les fortunes. Et pendant ce temps, le paysan,
» courbé sur son lointain sillon, suit la route mouillée
» de ses sueurs, sans se douter que son épargne fait
» rage sur le marché, qu'il se bat sur son or et qu'il
» fait s'écrouler sous les coups de son bas de laine les
» fortunes insolentes ». M. Viviani met ainsi en relief,
dans un langage dont la poésie atténue fort heureuse-
ment l'exagération, le grave danger que le développe-
ment excessif des établissements de crédit fait courir
au marché financier comme à l'intérêt général.

TITRE II

Les projets d'organisation nouvelle du marché financier.

Des trois organes du marché financier, le premier seul, la Compagnie des agents de change, est visé par les différents projets qui tendent à une organisation nouvelle de ce marché. Les deux autres organes, fonctionnant sous l'empire du droit commun, ne contrarient pas en effet le principe de la liberté du commerce, argument essentiel des partisans de cette organisation nouvelle. Mais la Compagnie des agents de change jouit de privilèges particuliers. Les agents de change, comme on l'a vu plus haut, ont le droit exclusif de négocier les effets publics et autres susceptibles d'être cotés, de constater les cours de ces valeurs, de certifier les signatures et les transferts. Pourquoi ce privilège ? Suivant M. Broussois : « sans rendre aucun service » spécial, il se manifeste comme une faveur accordée » à quelques individualités ; sans aucun motif plausible, » il frustre la société d'un droit naturel et imprescriptible ; celui de la liberté de profession ; enfin il nuit

» à la prospérité du pays tout entier, en supprimant la
» concurrence, seule capable de donner à une industrie
» son maximum de développement et de puissance » ⁽¹⁾.

La querelle n'est pas nouvelle. Les théoriciens de l'économie politique s'élèvent avec ensemble contre tout ce qui peut être un monopole ou un privilège. Ils ne s'attachent pas à rechercher si, dans la pratique, ce monopole ou ce privilège peut trouver sa justification dans des raisons d'ordre public ou même d'intérêt général. Pour eux, « les monopoles constitués au profit » des particuliers sont des falsifications, des violations » du droit de propriété... » ⁽²⁾. Mais en est-il de même si le monopole n'est pas constitué au profit de ceux qui en sont les bénéficiaires apparents ? si, pour eux, ce monopole constitue une charge ? si son exercice assure au pays des avantages d'intérêt général et ne gêne que certains intérêts particuliers ? et ceux-ci sont-ils en droit de se plaindre d'être sacrifiés à celui-là ? La théorie ne se préoccupe pas de ces considérations ; elle s'abstrait des contingences ; les nécessités de la pratique ne peuvent troubler la sérénité de ses formules ; tout au plus consent-elle à en faire état, à la rigueur, pour dégager le fonctionnement idéal d'un organisme économique ou social !

Nous voulons bien admettre que le fonctionnement idéal du marché financier supprimerait tout monopole

⁽¹⁾ *Du monopole des agents de change et de sa suppression*, p. 225.

⁽²⁾ Courcelle-Seneuil, *La société moderne*, p. 334.

ou tout privilège. Cette conception théorique doit-elle les faire écarter en pratique ? La meilleure réponse à faire à cette question peut être puisée dans les projets d'organisation nouvelle. Chacun d'eux, s'il supprime le monopole ; le reconstitue en fait, comme nous l'expliquerons plus loin ; et ce monopole de fait est d'autant plus périlleux pour l'intérêt général qu'il n'est plus entouré des garanties précises et étroites qui résultent de l'organisation actuelle. Or, si les partisans d'une organisation nouvelle éprouvent le besoin de lui donner une réglementation devant se résoudre nécessairement par un monopole de fait, quel avantage retireront le public et l'Etat de la substitution de ce monopole de fait au monopole de droit ? C'est à ce double point de vue ; exigences de la pratique, — intérêt du public et de l'Etat, — qu'il convient d'apprécier les arguments mis en œuvre pour contester l'utilité du privilège des agents de change et en obtenir la suppression.

La lutte engagée à ce sujet a battu son plein au cours des années qui ont précédé l'amendement Fleury-Ravarin et les décrets de 1898. La question de la réorganisation du marché était alors portée devant le Parlement. Chacun, parmi les intéressés et les professionnels, émit et fit valoir son opinion ; des ouvrages nombreux, des articles de revues, etc., agitèrent les difficultés du problème. Le Parlement statua et sa solution déçut bien des espérances. Depuis lors, s'ils n'ont pas désarmé, les esprits se sont calmés. A l'heure

actuelle, le problème peut être examiné posément, à l'écart des ardeurs de la lutte, sans autre préoccupation que celle de l'intérêt du public et de l'Etat.

Nous allons apprécier, d'abord, la réglementation actuelle envisagée au point de vue des lois économiques et de l'intérêt général, puis les arguments des partisans du marché libre se rattachant plus spécialement au fonctionnement du marché financier. Dans un troisième chapitre, après avoir indiqué l'économie des différents projets d'organisation nouvelle, nous nous efforcerons de préciser les conséquences que pourrait avoir pour l'avenir du marché la suppression de l'organisation dont il jouit.

CHAPITRE I

La réglementation actuelle du marché financier envisagée au point de vue des lois économiques et de l'intérêt général du pays.

L'organisation de la Compagnie des agents de change satisfait, comme nous l'avons dit plus haut, aux principes qui doivent servir de base au fonctionnement rationnel de tout marché financier. Les prescriptions légales et les règlements ont assuré ainsi l'unité du marché, la sélection des intermédiaires, leur neutralité et la constatation régulière et sincère des cours. La stabilité du marché est garantie par la solidarité des agents de change, et l'intérêt général puise dans cette solidarité même une sécurité qu'il serait puéril de contester. Néanmoins, les partisans du marché libre persistent à soutenir, d'une part, que le privilège des agents de change n'est justifié ni par leurs attributions, ni par l'intérêt public, ni par les lois économiques; d'autre

part, que ce monopole est préjudiciable au fonctionnement du marché, tant en raison de l'insuffisance des agents de change que de la rigueur des règlements qui leur sont imposés.

Les considérations d'ordre général que les partisans de sa suppression font valoir contre le monopole des agents de change tendent à établir qu'il n'est pas justifié par l'intérêt de la sécurité nationale, par son utilité fiscale, par le besoin d'assurer un service public. Ce ne serait qu'en satisfaisant à de telles exigences qu'il pourrait, suivant eux, sinon être à l'abri de toute critique, tout au moins avoir une certaine raison d'être. Or, la négociation des effets publics, la constatation des cours, la certification des transferts, attributions exclusives des agents de change, leur paraissent insuffisantes pour donner à cette profession le caractère de service public et pour justifier l'exorbitante exception dont il est l'objet. Et ils remontent aux sources, ils recherchent les motifs qui ont pu inspirer l'institution du monopole, ils affirment enfin qu'il ne peut se réclamer d'aucune raison d'ordre public, et qu'il ne saurait justifier, à quelque point de vue qu'on l'envisage, l'atteinte qu'il porte à la liberté du commerce.

« La constitution d'une profession sous forme de » monopole artificiel, dit M. Courtois, est contraire à » nos lois économiques. Nul d'entre nous ne le contes- » tera. Mais y a-t-il des raisons d'ordre public suffisan- » tes pour déroger à ce point aux principes de la science

» économique? Là est la question posée » (1). Nous estimons, à cet égard, que cette question doit être résolue dans un sens contraire à l'opinion des partisans du marché libre, si l'on consent à s'abstraire de la rigueur des principes, trop souvent étrangers aux réalités de la pratique; si l'on tient à l'écart les intérêts professionnels qu'un pareil sujet met nécessairement en cause.

Nous avons, en effet, établi plus haut que l'Etat ne peut se désintéresser de l'organisation et du fonctionnement du marché financier, ce qui écarte d'abord toute idée de réglementation par l'initiative privée. Or, celle-ci seule étant conforme aux principes économiques, l'argument essentiel invoqué par les partisans du marché libre leur échappe; et ils sont d'autant moins fondés à s'en prévaloir qu'ils se voient contraints à reconnaître que la réglementation du marché financier par l'Etat s'impose comme une nécessité sociale. Cela résulte nettement des divers projets d'organisation nouvelle qui admettent sans exception que l'intérêt général du pays commande, à cet égard, l'intervention de l'Etat.

On peut dire, par conséquent, que la question posée par M. Courtois doit être résolue dans un sens contraire aux lois économiques, de l'aveu même des partisans du marché libre. Car, dès le moment où ils admettent l'intervention du législateur, ils acceptent qu'il soit dérogé aux principes de la science économique; sans cela, cette

(1) Société d'économie politique, séance du 5 avril 1893.

intervention n'aurait pas de raison d'être ; et, si des considérations d'ordre public et d'intérêt général ne la justifiaient pas, ils se garderaient soigneusement de la déclarer nécessaire. Il ne s'agit pas, par conséquent, de savoir si l'organisation actuelle du marché financier est contraire aux lois économiques, les projets de réorganisation proposés les violant au même titre, puisqu'ils apportent des restrictions au principe de la liberté du commerce ; il s'agit de rechercher, en fait, si la réglementation actuelle, particulièrement rigoureuse au point de vue des obligations imposées aux agents de change et des responsabilités qui leur incombent, est moins avantageuse pour l'intérêt général que ne le serait une réglementation plus libérale. C'est ainsi seulement que peut et doit se poser la question d'une organisation nouvelle du marché financier.

Quand les adversaires du monopole viennent prétendre qu'il doit être supprimé parce qu'il ne constitue pas un facteur essentiel de la sécurité nationale, ou la rétribution d'une découverte ou une ressource pour le Trésor, ou bien encore un service public ⁽¹⁾, il est aisé de leur répondre que le monopole de fait qu'ils entendent lui substituer ne saurait, à ces différents points de vue, être mieux justifié. Car le droit exclusif de négocier les effets publics et autres deviendrait, sous un régime nouveau, le privilège de la corporation d'agents

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 327.

de change prévue par les différents projets d'organisation nouvelle. Chacun de ces projets stipule en effet ce droit exclusif et le projet de loi Trarieux et Boulanger (art. 2) y ajoute en outre l'interdiction absolue d'organiser un marché indépendant. Or, ce droit exclusif constituerait nécessairement un monopole de fait ainsi que nous l'avons démontré plus haut. Il s'en suit que la seule différence pouvant exister à cet égard entre l'organisation actuelle et une organisation nouvelle, viserait seulement le nombre des intermédiaires appelés à bénéficier du monopole; de telle sorte que, si l'on veut admettre que le marché réorganisé comprendrait 500 ou 1.000 agents de change, ou même un plus grand nombre, le privilège exclusif dont ils seraient investis n'aurait pas, au point de vue des principes économiques, une meilleure raison d'être que celui dont bénéficient, à l'heure actuelle, les agents de change. Et on peut constater ainsi que, dans la réalité des choses, la substitution d'une organisation nouvelle à la réglementation actuelle ne servirait que certains intérêts particuliers.

Les adversaires du monopole des agents de change n'ont-ils pas mauvaise grâce, dans ces conditions, à lui reprocher d'être contraire à la liberté du commerce, alors qu'ils ne réclament sa suppression que pour accaparer cette liberté au profit d'une catégorie nouvelle de privilégiés? Leur attitude pourrait s'expliquer, s'ils admettaient que la liberté absolue du marché est com-

patible avec l'intérêt général du pays, et si, dans leurs projets, ils revendiquaient nettement l'application du principe dont ils se réclament. Mais dès le moment où ils reconnaissent que, pour sauvegarder l'intérêt public, la réglementation du marché doit se mouvoir dans cette alternative, ou de maintenir le monopole tel qu'il existe, ou de lui substituer un monopole de fait, plus élargi peut-être, mais également restrictif de la liberté des transactions, l'argument qu'ils tirent de la violation des lois économiques reste sans portée. Et il est vraiment étrange que, sous le prétexte de satisfaire aux principes, on arrive ainsi à préconiser la substitution d'un monopole de fait à un monopole de droit.

Est-il nécessaire, dans ces conditions, de suivre les adversaires du monopole dans les discussions qu'ils instituent pour démontrer que le fait de négocier des valeurs mobilières, d'en constater les cours ou de certifier des transferts, ne constitue à aucun titre un service public et ne peut avoir en réalité aucune influence sur les destinées du pays? Suivant eux, la négociation des valeurs mobilières ne présente pas un tel caractère d'utilité publique qu'on ne puisse en laisser le libre exercice à l'industrie privée; la constatation des cours n'offre pas des difficultés telles qu'elle ne puisse être confiée à des courtiers libres ou à des commissaires spéciaux; la certification des transferts, si on peut y trouver une certaine relation avec un service public, n'est pas forcément inhérente aux fonctions d'agents de change et pour-

rait être déléguée à des fonctionnaires de carrière ⁽¹⁾.

Ils estiment d'ailleurs que le rôle essentiel des agents de change est la négociation des valeurs et que leurs autres attributions sont accessoires et peuvent en être détachées sans inconvénient. En réalité, ajoutent-ils, la certification des transferts et la constatation des cours « n'ont pas la portée qu'on veut leur attribuer. Elles ne » sont que le corollaire de la mission principale de » l'agent de change; elles l'accompagnent sans en modifier la nature. Qu'elles lui soient maintenues ou enlevées, elles sont impuissantes à donner au métier » d'agent de change le caractère de service public et à » justifier l'exorbitante exception dont il est l'objet » ⁽²⁾.

Avant d'apprécier ces arguments, il n'est pas indifférent de constater que les adversaires du monopole se débattent constamment dans un cercle vicieux. Si les fonctions d'agent de change n'intéressent ni l'ordre public ni l'intérêt général, si elles ne présentent aucun caractère d'utilité publique et ne peuvent justifier, à cette heure, le privilège qui en est la conséquence, comment expliquer que tous les projets d'organisation nouvelle consacrent un privilège identique? Car les agents de change, qui, sous un régime nouveau, détendraient, suivant l'expression de MM. Trarieux et Bou-

⁽¹⁾ Boudon, *La Bourse et ses hôtes*; Broussois, *Du monopole des agents de change et de sa suppression*; Charousset, *Essai sur la réorganisation du marché*.

⁽²⁾ Boudon, *op. cit.*, p. 335.

langer, le *marché financier dans leurs mains*, auraient aussi le *droit exclusif* de négocier les valeurs.

Pourquoi leur attribuer ce droit exclusif si l'intérêt public n'y est pas intéressé? Pourquoi faire à leur profit *l'exorbitante exception* dont M. Boudon reproche aux agents de change en fonctions d'avoir le bénéfice? Si, pour ceux-ci ce privilège n'a pas de raison d'être, quel motif peut-on invoquer pour l'accorder à d'autres? Et si on répond que l'intérêt général l'exige, qu'on ne peut laisser fonctionner à l'aventure une institution intéressant à un si haut point le crédit public, que l'organisation d'une corporation privilégiée permet « de combler » au moyen de statuts spéciaux les lacunes de la législation courante, d'empêcher ou de frapper certaines machinations, certaines incorrections que le Code n'a pas qualité pour punir » (1), ne trouve-t-on pas, dans ces raisons mêmes, la justification du privilège consacré par la réglementation actuelle?

On prétend, il est vrai, que la profession d'agent de change devenant libre pour quiconque satisferait aux conditions exigées, le privilège accordé à la corporation ainsi élargie n'aurait plus le caractère exceptionnel du privilège actuel. Il n'en existerait pas moins et constituerait, comme celui-ci, la violation du principe de la liberté des transactions; de telle sorte qu'il s'agit moins de savoir si le privilège des agents de change doit être

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 382.

supprimé que de décider s'il doit simplement bénéficier à un plus grand nombre d'intermédiaires. Par conséquent, les lois économiques ne sont plus en cause, de l'aveu même des adversaires du monopole; et la réforme par eux réclamée doit être solutionnée en fait.

Sous un régime nouveau, le nombre des agents de change serait-il aussi étendu qu'on veut bien le dire? Sans doute, la profession deviendrait libre; mais toute admission aux fonctions d'agent de change resterait néanmoins subordonnée à l'agrément de la chambre syndicale de la corporation. Le marché ne pourrait-il pas devenir ainsi la proie d'une coterie? Juge de la moralité, de la solvabilité, de la capacité professionnelle des candidats, la chambre syndicale ne pourrait-elle pas avoir la préoccupation de diminuer la concurrence et de limiter le nombre des admissions? Illimité en principe, le nombre des agents ne serait-il pas limité en fait? Il est permis de tout prévoir; et s'il en était ainsi, le crédit public aurait perdu sans motifs les garanties que lui donne la réglementation actuelle, et la prétendue liberté des fonctions d'agent de change ne serait plus qu'une trompeuse apparence.

Les adversaires du monopole excipent encore de ce que les projets d'organisation nouvelle, s'ils maintiennent le privilège, suppriment tout au moins la vénalité des charges. Or, cette vénalité constitue, selon nous, une des garanties principales du crédit public; et ceux qui, pour servir certains intérêts particuliers, désirent

sa suppression, n'ont pas assurément la préoccupation de l'intérêt général. La stabilité du marché financier, la sécurité de la fortune publique, dépendent de la solvabilité des intermédiaires, de la confiance réciproque qui doit exister entre eux. A l'heure actuelle, la surface des agents de change, pris individuellement, est pour ainsi dire uniforme, leur solvabilité équivalente. La valeur de leur charge (1.600.000 francs) est un des éléments principaux de cette solvabilité ; sa disparition diminuerait de 112 millions les garanties qui résultent de la réglementation actuelle ; et il faut bien reconnaître, dans ces conditions, que la suppression de la vénalité des charges ne saurait être avantageuse pour l'intérêt général du pays.

Sans doute, pour atténuer ce grave inconvénient, on soutient que la vénalité des charges, supprimée en théorie, continuerait à exister en fait ; que, sous un régime nouveau, l'agent de change pourrait toujours céder sa clientèle, sa maison, en un mot, ce que, dans la pratique des affaires, on appelle le *pas de porte*. Cela n'est pas douteux. Mais ne faut-il pas en conclure que la campagne si ardemment menée contre la vénalité des charges n'a pas vraiment une sérieuse raison d'être, puisqu'elle ne supprime ni la transmission des charges, ni leur valeur et qu'elle se borne à faire disparaître les garanties qu'en retire le crédit public ?

Quelles que soient en effet les circonstances, une

charge d'agent de change trouve toujours preneur, à l'heure actuelle, au prix indiqué plus haut. En serait-il de même sous un régime nouveau? Non assurément. Chaque charge n'aurait plus qu'une valeur individuelle, proportionnée à la réputation du titulaire, à la clientèle, à tous les éléments qui en constitueraient, au point de vue commercial, la valeur marchande. Cette valeur resterait ainsi aléatoire, alors que, sous le régime actuel, elle est immuable; des causes multiples, la faillite par exemple, en diminueraient l'importance ou la rendraient illusoire; et à ceux qui prétendent qu'il n'y aurait rien de changé, on peut répondre qu'ils commettent une bien grave erreur et que les projets d'organisation nouvelle, s'ils ne portent aucune atteinte aux droits individuels des agents de change, assurent toutefois, avec une inconscience étrange, la disparition des garanties essentielles de la fortune publique.

C'est ainsi que les adversaires du monopole s'ingénient vainement à démontrer qu'il contrarie les lois économiques et qu'aucune raison d'ordre public ne justifie son existence. Lorsqu'ils veulent passer de la théorie à la pratique, ils se voient contraints de le reconstituer sous une forme différente peut-être, mais qui présente, en tous cas, le double inconvénient de compromettre l'intérêt général du pays et de violer ce principe essentiel qu'un privilège ne doit jamais être institué au bénéfice exclusif de ceux qui le détiennent. Si on examine d'ailleurs les attributions conférées exclusive-

ment aux agents de change par la réglementation actuelle du marché financier, on constate aisément que leur privilège, c'est-à-dire leur droit de négocier, seuls, les effets publics et autres valeurs susceptibles d'être cotées, puise sa raison d'être dans des considérations intéressant l'ordre public et l'intérêt même de l'Etat. Il suffit, à cet égard, de faire ressortir le rôle qui leur est dévolu au point de vue de la constatation des cours et en matière de transferts.

La constatation officielle des cours, l'établissement d'une cote authentique constituent une question capitale, non seulement pour le crédit de l'Etat, mais aussi pour la gestion des fortunes privées. C'est là, nous l'avons expliqué plus haut, un des principes fondamentaux du fonctionnement rationnel de tout marché financier. Les adversaires du monopole ne le contestent pas mais ils estiment que la constatation des cours dont se trouvent chargés les agents de change ne saurait être un motif suffisant de leur privilège.

« A défaut de service public dans la négociation des
» valeurs, dit à ce sujet M. Boudon, en verra-t-on une
» parcelle quelconque dans la mission de constater le
» cours des valeurs mobilières ? Concédonc à la Compa-
» gnie que cette attribution est d'exceptionnelle impor-
» tance, que le crédit national, en effet, est intéressé à
» la publication de cours sincères, qu'un cours faussé ne
» préjudicie pas seulement au spéculateur qui en est
» victime, mais menace la fortune de la masse des por-

» teurs du même titre, que l'authenticité de la cote est
» une question capitale pour un pays. Ajoutons, — et
» tout le monde est d'accord sur ce point, — que les
» agents de change veillent à sa confection avec une
» scrupuleuse probité. Mais cette bonne foi, si louable
» en elle-même, apporte-t elle un argument en faveur
» de la propriété des offices ; et n'est-il pas permis de
» concevoir une Compagnie moins étroitement fermée,
» opérant dans des conditions aussi parfaites de disci-
» pline, de correction et de probité ? Or, le monopole
» n'a d'excuse qu'autant qu'il accomplit une œuvre à
» laquelle l'initiative privée serait incapable de satis-
» faire » (1).

Sans doute, en théorie, toutes les conceptions apparaissent idéalement justes ; mais en pratique, il n'en est plus ainsi. La cote officielle n'est pas le résultat d'appréciations personnelles, elle est la reproduction exacte des cours. La loi a voulu, à cet égard, que les marchés soient négociés à haute voix et nul ne conteste que cette prescription, permettant le contrôle permanent des cours pratiqués, ne soit une condition essentielle de leur authenticité. Or, ce qui est possible avec un nombre restreint d'agents de change, le serait-il avec un marché plus élargi ? A l'heure actuelle, lorsqu'un agent de change offre ou demande une valeur à haute voix, il est aisément entendu de tous ses confrères

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 330.

res qui restent témoins attentifs de la transaction intervenue, qui la connaissent en tout cas et peuvent en contrôler la sincérité puisqu'ils ont le droit de demander par qui et avec qui elle a été faite.

Si l'on suppose au contraire qu'au lieu de soixante-dix agents, il en existe cinq cents, mille ou plus encore, le même mode de procéder pourra-t-il être maintenu? Il serait matériellement impossible de réunir un si grand nombre d'agents dans un groupe unique. Seraient-ils groupés, d'ailleurs, autour d'une même *corbeille*, que la négociation des marchés à haute voix ne pourrait pratiquement être réalisée. Un régime nouveau amènerait ainsi la disparition des règles imposées pour écarter les compromissions, les tripotages, les connivences susceptibles de fausser les cours. La constatation de cours sincères deviendrait fort difficile, en tous cas aléatoire, et l'intérêt du public ne serait pas moins lésé que l'intérêt général.

Sans doute, on peut dire que la négociation des marchés à haute voix ne se pratique pas dans d'autres Bourses, dont l'importance peut être cependant assimilée à celle de la Bourse de Paris. On excipe notamment à cet égard des usages du Stock Exchange de Londres. Ces usages sont peut-être mieux adaptés aux habitudes et aux mœurs du pays; ils offrent néanmoins des inconvénients, auxquels peuvent échapper les professionnels quand ils n'en bénéficient pas, mais dont le public ressent tout le poids.

On sait qu'il n'y a pas, au Stock Exchange, de cote authentique des cours. « Pour ceux qui ont acheté sou-
» vent des valeurs, soit en Angleterre, soit en Amérique,
» soit même en Allemagne, dit M. Paul Leroy-Beaulieu,
» il est un fait constant, c'est qu'il arrive quasi tou-
» jours pour les deux premiers pays, et de temps en
» temps pour le dernier, que les cours qui leur sont
» transmis par les intermédiaires ne répondent pas
» exactement à ceux qui sont portés sur les cotes; et
» l'écart est presque toujours défavorable au particulier
» qui fait l'opération » ⁽¹⁾.

S'il existait une cote authentique, le public aurait un moyen de contrôle et pourrait exiger le redressement des cours qui lui sont appliqués. A cet égard, l'organisation du marché financier français a une supériorité certaine sur celle du Stock Exchange. Et cela s'explique parce que celui-ci est organisé en vue de l'intérêt particulier de ses membres, alors que la réglementation de la Bourse, en France, a été édictée pour sauvegarder l'intérêt général.

A la constatation officielle des cours se rattache naturellement la question de l'admission des valeurs à la cote. Dans l'état actuel des choses, les titres de l'Etat français sont cotés de plein droit; ceux des gouvernements étrangers sont admis à la cote après autorisation du ministre des finances; les valeurs industrielles fran-

(1) *L'Economiste français*, 23 janvier 1897.

gaises sont soumises à cet égard au pouvoir discrétionnaire de la chambre syndicale ; et, quant aux sociétés étrangères, la chambre syndicale ne peut admettre leurs valeurs à la cote que si elles sont d'un capital nominal égal à celui imposé par la loi aux titres des sociétés françaises et si un représentant agréé par le ministre des finances est chargé d'assurer les perceptions fiscales.

Les prescriptions des lois et règlements, relatives à l'admission des valeurs à la cote, reflètent la double préoccupation de sauvegarder dans une certaine mesure l'intérêt du public, naturellement enclin à trouver dans cette admission tout au moins une présomption de la valeur intrinsèque des titres cotés, et de réserver les droits de l'Etat. On comprend en effet que le gouvernement puisse avoir intérêt à surveiller l'admission à la cote des fonds d'Etats étrangers et valeurs industrielles étrangères, et, suivant les circonstances, à donner ou refuser son adhésion. D'autre part, la solidarité qui existe entre les différentes valeurs du marché financier est telle qu'il serait dangereux pour la fortune publique de laisser admettre à la cote officielle, à côté de nos rentes et des bonnes valeurs françaises, les titres douteux que l'élément cosmopolite se plaît à déverser sur notre pays. On constate ainsi combien les attributions des agents de change à cet égard ont un caractère d'intérêt public incontestable.

Comment procéderait-on sous un régime nouveau ?

Toutes ces valeurs seraient-elles admises à la cote sans distinction, ou serait-il fait une sélection entre elles, et par qui? Dans le premier cas, on verrait apparaître sur le marché, avec l'estampille officielle, des titres sans consistance, le plus souvent sans valeur, émanant de sociétés dont l'existence serait plus ou moins problématique, et s'offrant néanmoins à la confiance du public au même titre que les actions des meilleures sociétés françaises. Le souvenir de certains scandales, qui ont suivi l'introduction de valeurs de cet ordre sur le marché en banque, constitue un enseignement qu'il est utile de méditer; et nul ne peut se dissimuler les dangers que présenterait, pour le crédit public, une pareille solution.

Dans le second cas, si une sélection a lieu entre les valeurs, et cette sélection apparaît comme indispensable, le marché français ne se trouvera-t-il pas interdit, non seulement aux valeurs douteuses dont il vient d'être question, mais aussi à un certain nombre d'autres, offrant de sérieuses garanties? Car il ne faut pas perdre de vue que beaucoup de sociétés étrangères ne consentent pas à se soumettre aux lois fiscales françaises et que leurs titres ne pourraient dès lors être admis à la cote officielle. Le marché français perdrait ainsi un élément d'activité intéressant, en admettant, comme le proposent MM. Trarieux et Boulanger, qu'il n'y ait plus qu'un marché unique et que l'existence d'un marché indépendant ne puisse être tolérée.

L'organisation d'un régime nouveau aurait, par conséquent, pour résultat, soit de compromettre la fortune publique si le marché financier et la cote officielle étaient ouverts à toutes les valeurs sans distinction, soit de priver ce marché de transactions importantes, soit enfin, ce qui paraît plus probable, de provoquer la création d'un second marché pour la négociation des valeurs qui seraient exclues du marché officiel ou ne consentiraient pas à en faire partie. Quand on vient dire, en effet, que ce second marché n'est pas à prévoir, car les bases élargies du marché officiel ne laisseraient place à aucune concurrence sérieuse ⁽¹⁾, on est en droit de ne pas partager cette illusion.

La sélection faite entre les valeurs provoquerait nécessairement l'existence de ce second marché qui trouverait encore sa raison d'être dans la négociation des valeurs internationales désireuses de ne pas satisfaire aux lois fiscales, comme aussi dans le besoin inné de ne pas se plier aux exigences des règlements. Il s'en suit que la situation resterait sensiblement ce qu'elle est en ce moment. A côté d'un marché officiel, plus élargi sans doute, mais restrictif néanmoins de la liberté des transactions, fonctionnerait, par la force même des choses, un marché libre constituant l'équivalent de la coulisse actuelle, qui, à l'exemple de celle-ci, n'hésiterait

(1) Trarieux et Boulanger, *Exposé des motifs de la proposition de loi portant réglementation nouvelle des fonctions d'agent de change*.

pas à usurper le domaine réservé aux privilégiés. Les difficultés renaîtraient et le régime nouveau, impuissant à supprimer le marronnage, aurait seulement motivé la disparition des garanties essentielles dont jouissent; à l'heure actuelle, le public et l'Etat.

Si la constatation des cours et leur publication dans une cote authentique constitue pour les agents de change une attribution intéressant le crédit public comme les fortunes privées, la certification des signatures et des transferts justifie bien mieux encore leur qualité d'*officiers publics* et rentre dans la catégorie des attributions relevant des services publics. « En ce cas, » les agents de change deviennent évidemment les auxiliaires occasionnels du Trésor et jouent près de lui, » en matière de transferts, le rôle dévolu aux notaires » en matière immobilière et hypothécaire » (1). Cette assimilation est assez exacte; mais il convient de remarquer qu'en pareil cas les agents de change ne sont pas seulement des auxiliaires occasionnels, mais bien des auxiliaires obligatoires.

L'Etat, en effet, a imposé aux agents de change d'intervenir obligatoirement dans les transferts en les astreignant, d'ailleurs, à une charge que tous les adversaires du monopole mettent un soin jaloux à passer sous silence. Et quand ils viennent dire que la certification des transferts est une attribution d'importance secon-

(1) Boudon, *La Bourse et ses hôtes*, p. 334.

daire, un élément purement accessoire des fonctions d'agent de change, « une de ces menues corvées inséparables de toute carrière dite supérieure », on est bien obligé de constater un certain parti pris dans toute leur argumentation.

Nous avons indiqué plus haut que l'arrêté du 27 prairial an X a édicté, dans son article 15, que les transferts d'inscriptions sur le Grand-Livre de la Dette publique seraient faits, à l'avenir, en présence d'un agent de change qui certifierait l'identité du propriétaire, la vérité de sa signature et des pièces produites. L'art. 16 ajoute : « Cet agent de change, par le seul fait de sa » certification, sera responsable de la validité desdits » transferts, en ce qui concerne l'identité du proprié- » taire, la vérité de sa signature et des pièces pro- » duites ». Par voie de conséquence, le Trésor se trouve à l'abri de tout recours en raison des fraudes qui peuvent être commises dans la production des pièces remises à l'appui du transfert.

« Les formes spéciales déterminées pour les transferts, » dit à ce sujet M. Buchère, et l'obligation imposée par » la loi de l'intervention d'un agent de change, ont » pour objet de garantir la responsabilité de l'Etat et » de donner aux mutations faites sur le Grand-Livre de » la Dette publique une régularité telle, que le titre » délivré au cessionnaire soit une preuve indiscutable » de la propriété du titulaire. Si ces formes ne sont pas » observées, les parties ne peuvent se prévaloir d'un

» titre irrégulier, qui n'a pas la force légale résultant
» de leur observation » (1).

On comprend ainsi l'importance des attributions des agents de change et l'utilité que présente, pour l'Etat, leur intervention en matière de transferts. Est-il nécessaire vraiment d'insister à cet égard, de préciser la charge imposée ainsi aux agents de change au profit exclusif de l'Etat, de signaler les frais qui découlent de l'obligation d'avoir des employés d'une compétence certaine, chargés de l'examen et de la préparation des transferts, de faire la statistique des responsabilités onéreuses auxquelles ils ont dû faire face? Ce serait sans doute superflu. Et quand on vient dire que, si l'on prétend faire de ces attributions la raison d'être du monopole, il suffit, pour supprimer ce motif, d'en décharger les agents de change et de les confier à des fonctionnaires de carrière, on oublie que la responsabilité de l'Etat serait ainsi mise en jeu de nouveau et que les prescriptions de l'arrêté de l'an X ont été motivées par les graves responsabilités encourues par le Trésor sous l'empire de la législation antérieure, notamment de la loi du 28 floréal an VII.

Sans doute, « il n'est pas nécessaire, dit M. Brous-
» sois, d'avoir un monopole et d'être agent de change,
» propriétaire de sa charge, pour être capable de
» certifier un transfert; toute personne offrant de suffi-

(1) *Traité des opérations de la Bourse*, p. 205.

» santes garanties de moralité, de solvabilité et de « savoir, ferait tout aussi bien cette certification » ⁽¹⁾. Cela n'est pas douteux ; mais cette personne, honorable et solvable, qui aura aussi la charge de couvrir la responsabilité de l'Etat, comment sera-t-elle rémunérée ? Consentira-t-elle à courir les risques de ces certifications sans autre rémunération que le salaire si modeste alloué aux agents de change ?

Pourquoi insister d'ailleurs ? La question des transferts ne peut avoir que deux solutions : ou l'accomplissement des transferts par l'Etat seul, en dehors de toute intervention d'agent de change, ou le maintien de la législation existante. Il est peu probable que l'Etat consente à supporter à l'avenir la responsabilité dont il s'est attaché à se dégager dans le passé et qu'il renonce à une intervention dont l'utilité à son profit n'est plus à démontrer. N'est-il pas équitable que, dans ces conditions, les agents de change retirent de leurs autres attributions les avantages susceptibles de compenser, dans une certaine mesure, les charges que l'Etat leur impose dans son intérêt exclusif ?

Il ne s'agit pas, au surplus, d'en conclure que la certification des transferts, avec les responsabilités qui en dérivent, peut constituer, à elle seule, une cause suffisante de la situation privilégiée dont bénéficient les agents de change, mais de constater simplement que,

(1) *Du monopole des agents de change et de sa suppression*, p. 224.

dans cette partie de leurs fonctions, ils collaborent effectivement à un service public. N'en est-il pas de même, d'ailleurs, de l'ensemble de leurs attributions? Sans doute, les adversaires du monopole s'ingénient à le contester. Leurs arguments ne sauraient nous convaincre et les considérations qui précèdent permettent d'affirmer qu'envisagées dans leur ensemble, les fonctions d'agent de change ont un caractère d'intérêt général tel que le privilège attaché à ces fonctions y puise une suffisante raison d'être.

Toute organisation réglementée dans un but d'intérêt général rentre, par cela même, dans la catégorie des services publics. Ce qui constitue, en effet, le service public, c'est son caractère en soi, ce n'est pas la manière dont il est assuré. Et si le marché financier, élément essentiel de l'activité nationale, est confié à une agrégation de simples particuliers, il n'en est pas moins un organisme dont le fonctionnement, intéressant au premier chef le crédit public, la prospérité et la sécurité du pays, justifie par conséquent les prescriptions exceptionnelles qui le régissent.

CHAPITRE II

Les arguments des partisans d'une organisation nouvelle du marché financier.

Indépendamment des considérations d'ordre général examinées dans le chapitre précédent, les partisans du marché libre invoquent, pour justifier leurs prétentions, différents motifs qui se rattachent plus spécialement au fonctionnement même du marché financier. Après avoir soutenu que le monopole méconnaît les lois économiques et ne peut se réclamer d'aucune raison d'ordre public, ils prétendent que la limitation du nombre des agents, la rigueur des règlements auxquels ils sont soumis, les responsabilités exagérées qui leur sont imposées nuisent au bon fonctionnement du marché et s'opposent à toute amélioration. Suivant eux, la suppression de la réglementation actuelle s'impose pour libérer le crédit public des entraves qui en gênent le développement, pour assurer aux transactions de la Bourse l'expansion justifiée par l'accroissement incessant, par la *démocratisation*, pour ainsi dire, des valeurs

mobilières. Il importe, par conséquent, d'apprécier la portée de leur argumentation à ces différents points de vue.

Limitation du nombre des agents de change.

L'argument essentiel des adversaires de la réglementation actuelle vise le nombre des agents de change. Ils soutiennent que ce nombre ne répond plus à l'importance des transactions nécessitées par le développement des valeurs mobilières, qu'il limite la concurrence, restreint l'activité de la spéculation et s'oppose à toute amélioration. L'établissement d'un monopole, disent-ils en substance, est plus nuisible qu'utile aux affaires et constitue une cause d'appauvrissement pour le marché et de cherté pour les transactions. « Si la » profession d'agent de change eût été libre ou plus » libre, accessible à tous ou à un plus grand nombre, il » est incontestable que ce concours d'énergies et d'am- » bitions sans cesse en éveil et en lutte, nous eût valu » maints perfectionnements, maintes méthodes meilleur- » les et un abaissement progressif et normal du taux » des courtages. Il eût assuré plus d'activité et de » richesse à la place, au public l'avantage d'être mieux » servi et à meilleur marché » (1).

Pour justifier cet argument, on invoque surtout l'exis-

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 159 ; Charoussel, *op. cit.*, p. 61.

tence du marché en banque dont l'insuffisance manifeste du nombre des agents de change aurait seule provoqué l'éclosion. « Il y a, dit à ce sujet M. Boulanger, des nécessités impérieuses de crédit public qui sont plus fortes que les lois, qui les dominent et les stérilisent quand elles sont contraires aux mœurs » (1). On a vu plus haut que le marronnage a existé de tout temps ; que, de même que toute chasse réservée attire fatalement le braconnage, c'est l'appât d'un gain illicite qui, dès l'origine, a incité les courtiers libres à usurper le domaine des courtiers privilégiés. Or, vers 1300, 1500 ou 1700, ceux-ci suffisaient amplement à leur tâche et chacun sait que près de la moitié des charges d'agent de change, créées par le décret du 3 prairial an XIII, restèrent vacantes jusqu'en 1816, aucun candidat ne s'étant présenté pour les occuper.

C'est par conséquent une erreur, dont nous avons fait justice plus haut, que de vouloir donner pour raison d'être aux coulissiers l'insuffisance du nombre des agents de change. Il est exact seulement que le développement des valeurs mobilières a constitué pour la coulisse un élément important d'activité, et que l'indifférence des intéressés, la tolérance des pouvoirs publics, la mollesse de la police de la Bourse ont contribué à développer la concurrence dont a souffert le marché réglementé. Les collectivités sont moins ardentes à dé-

(1) Sénat, séance du 28 mars 1893, *Journal officiel* du 29 mars, p. 478, col. 3.

fendre leur patrimoine matériel que leur patrimoine moral. Le moyen invoqué ainsi par les partisans du marché libre pour établir l'insuffisance du monopole doit être écarté et il y a lieu de reconnaître, avec M. Manchez, que « la substitution de la coulisse au » parquet, pour la négociation à terme de certaines » valeurs appartenant de droit à ce dernier marché, a » été le fait d'un accaparement au détriment d'inter- » médiaires bénévoles et insoucians et non une consé- » quence nécessaire de l'organisation du monopole des » agents de change » (1).

La meilleure preuve à donner pour faire échec à cet argument, peut être tirée du fonctionnement même du marché officiel. Depuis 1898, le marché en banque ne traite plus, comme il le faisait antérieurement, les valeurs admises à la cote, dont la négociation ne se pratique, à l'heure actuelle, que dans les groupes constitués par la Compagnie des agents de change. N'a-t-on pas, depuis lors, négocié dans ces groupes n'importe quelle quantité de titres ? A quel moment l'expansion du marché a-t-elle été gênée par l'impossibilité pour les coulissiers de continuer leurs pratiques antérieures ? Quel est le spéculateur ou le capitaliste qui s'est trouvé empêché de profiter des mouvements importants survenus sur les valeurs espagnoles, sur le Turc unifié, sur les valeurs de cuivre ? Les agents de change ont suffi

(1) Manchez, *op. cit.*, p. 2).

aux négociations, de même qu'ils auraient été en mesure, avant 1898, de pratiquer toutes celles qui se seraient présentées sur le marché.

Comment peut-on soutenir, dans ces conditions, que la limitation de leur nombre nécessiterait l'existence d'un marché indépendant et concurrent? D'ailleurs, l'Extérieure et le Rio, par exemple, ont-ils jamais eu en coulisse, quand ces valeurs s'y négociaient, un marché plus large, plus actif, plus solide, que celui dont elles bénéficient au parquet depuis 1898? Cela s'explique, parce qu'un mouvement sur une valeur a d'autant plus de solidité et, par conséquent, de durée et d'étendue, que les intermédiaires présentent plus de surface, c'est-à-dire de solvabilité. A cet égard, la solidarité des agents de change est la meilleure garantie pour une reprise sérieuse d'affaires.

D'autre part, la limitation du nombre des agents de change est elle susceptible de diminuer la concurrence et de restreindre l'activité des transactions? Les considérations qui précèdent pourraient suffire à démontrer que la prétention des partisans du marché libre, à ce point de vue, n'est pas fondée. Dès le moment où les agents de change ont pu faire face, avant comme depuis les décrets de 1898, à toutes les négociations qui se sont présentées sur le marché officiel, peut-on leur reprocher sérieusement d'être, en raison de leur nombre limité, un obstacle à la concurrence et à l'activité des transactions?

Il ne faut pas oublier que, légalement, ils n'ont aucune influence sur les cours, puisqu'il leur est interdit de prendre une part personnelle et directe dans les négociations. La concurrence s'établit par leur intermédiaire, mais ils ne la créent pas. Elle est le fait des spéculateurs, du public de la Bourse; et si les agents de change ont le devoir d'exécuter les ordres qu'ils reçoivent avec zèle et au mieux des intérêts de leurs clients, ils ne peuvent être ni les initiateurs de la concurrence, ni les organisateurs des mouvements qui se produisent sur les valeurs.

On dit assez couramment, à cet égard, que, lorsqu'une valeur est admise à la cote, elle ne donne plus lieu qu'à de rares transactions; et on veut en rendre responsables les agents de change. Rien de plus inexact. Les agents de change n'ont pas été institués pour spéculer sur les valeurs; ce sont les financiers, les spéculateurs qui doivent créer les marchés sur les titres qui les intéressent; c'est de leur abstention que provient le ralentissement ou la stagnation des transactions. Quand on considère les mouvements considérables qui se sont produits autrefois sur le Suez, sur le Crédit foncier, sur les métaux, on peut trouver étrange le reproche fait aux agents de change. La spéculation ne songeait pas alors à se plaindre de la limitation de leur nombre; et, quand on voit le Rio atteindre, à l'heure actuelle, des cours qu'il n'avait jamais connus, comment peut-on soutenir que l'insuffisance numérique des agents de

change est un obstacle à l'activité des transactions ?

Sans doute l'argument invoqué ainsi par les partisans du marché libre a une relation directe avec leur conception particulière du rôle des intermédiaires de bourse. Ils pensent, en effet, que ceux-ci doivent être, non-seulement des mandataires rémunérés par des courtages déterminés, mais aussi des spéculateurs opérant pour leur compte personnel. Envisagé à ce point de vue, leur argument peut avoir une certaine portée ; mais alors ce serait surtout la *neutralité* des agents de change qui mettrait obstacle à la concurrence et à l'activité des transactions. Or, cette neutralité est un des principes fondamentaux du bon fonctionnement de tout marché financier. Nous en avons indiqué plus haut les raisons.

Il suffit de rappeler qu'elle constitue la garantie indispensable de la sincérité des cours et de la loyauté des transactions, et que sa suppression serait aussi préjudiciable au marché financier qu'à l'intérêt général. « Si, dans un marché libre ainsi que ses partisans le conçoivent, a dit encore M. Manchez, les courtiers de valeurs avaient toute liberté pour joindre aux fonctions d'intermédiaire moyennant courtage, la faculté de faire pour eux-mêmes des opérations de spéculation, c'est alors qu'il faudrait craindre à brève échéance l'effondrement du marché financier ».

Les partisans du marché libre, en soutenant que la limitation du nombre des agents de change diminue la

concurrence, entendent-ils dire que, sous un régime nouveau, une concurrence s'établirait nécessairement entre les courtiers, que la lutte pour le courtage les inciterait à la recherche de la clientèle de spéculation et de placement, que par cela même l'intérêt immédiat de l'intermédiaire, toujours en quête d'affaires, assurerait au marché une activité constante et profitable à l'intérêt général ? Ce ne peut être en effet que dans ce sens que le monopole serait, suivant eux, une entrave à la concurrence.

Mais il ne s'agit plus alors de la concurrence qui, suivant l'expression de Montesquieu, est l'âme et l'aiguillon de l'industrie, et qui est le stimulant et la condition indispensable du progrès économique. Cette concurrence, immorale d'ailleurs parce qu'elle ne tendrait qu'à développer par l'appât du gain la passion du jeu, serait fâcheuse au premier chef ; l'intérêt personnel des intermédiaires en serait exclusivement la raison d'être ; l'excès des spéculations en deviendrait la conséquence, et les crises, si préjudiciables pour l'intérêt public, se produiraient avec une fréquence qui entraînerait pour le marché financier un péril certain. Le système des *rabatteurs* est connu et sa mise en pratique, en pareille matière, ne saurait être trop blâmée.

Ainsi comprise, la concurrence, déterminée par les convoitises des intermédiaires, aurait moins en vue la réalisation d'affaires sérieuses que la possibilité d'encaisser des courtages, le plus souvent au préjudice des

clients, en tous cas sans la préoccupation de sauvegarder leurs intérêts. Où serait alors la sécurité due à la fortune publique ? « Que pèseraient les garanties matérielles, » les cautionnements effectifs des courtiers de valeurs » dans l'un des plateaux de la balance, alors que dans » l'autre s'accumuleraient les engagements formidables » d'une spéculation exagérée ? » ⁽¹⁾. Si la concurrence est utile, c'est lorsqu'elle tient le producteur en haleine et qu'elle assure au public une meilleure qualité des produits dont il a besoin ou des services qui lui sont nécessaires ; elle devient regrettable quand, bénéficiant exclusivement aux intermédiaires qui manœuvrent entre le producteur et le consommateur, elle est susceptible de mettre en péril leurs intérêts respectifs.

Sans doute, on vient dire que c'est par la concurrence qui a existé entre le marché officiel et le marché libre que se sont réalisées les améliorations, telles que l'abaissement du taux des courtages, dont profite le public. « Les seules réformes des agents de change, a dit » M. Emmanuel Vidal, sont dues à l'aiguillon de la » concurrence, et c'est le public qui en a profité » ⁽²⁾. Admettons-le, bien qu'il convienne de faire certaines réserves. Il n'est pas douteux qu'en thèse générale les collectivités ne sont pas portées vers les innovations et les réformes et que leur insouciance à cet égard s'accroît encore lorsqu'elles bénéficient de droits privilégiés.

⁽¹⁾ Manchez, *op. cit.*, p. 14.

⁽²⁾ *Le monopole des agents de change et le marché financier*, p. 14.

La dualité du marché financier a pu exercer ainsi une certaine action et provoquer des améliorations. En serait-il de même sous un régime nouveau? Peut-on invoquer, pour le justifier, les bienfaits que la concurrence serait susceptible de produire à ce point de vue?

La dualité du marché n'existerait plus; les intérêts des courtiers seraient identiques; n'est-il pas permis de supposer, par conséquent, que les améliorations ne seraient reconnues nécessaires que dans la mesure où elles leur seraient profitables? Et c'est ainsi qu'on constate que, dans la réalité des choses, les arguments des partisans du marché libre dissimulent seulement l'intérêt personnel de certains professionnels, plus spécialement de ceux qui, suivant M. Viviani, « postés au seuil de la corbeille, rêvent depuis si longtemps d'en devenir les gardiens ». L'intérêt du public joue un rôle secondaire dans leurs préoccupations, ce qui explique la faiblesse des arguments dont ils veulent se prévaloir.

Au surplus, si on considère l'organisation du marché officiel, on constate aisément que la Compagnie des agents de change a apporté successivement à son fonctionnement les modifications que la pratique et le développement des transactions rendaient nécessaires. Nul n'ignore qu'indépendamment de la corbeille où les agents réalisent personnellement des négociations, ont été constitués des groupes pour faciliter les transactions sur les valeurs qui intéressent plus spécialement la spé-

culatation. Il y a actuellement le groupe du Rio, celui de l'Extérieure, celui des valeurs Ottomanes, etc.

Dans ces groupes, les carnets des agents de change sont tenus par des commis principaux qui traitent les affaires sous la responsabilité des agents qu'ils représentent. Or, les agents de change sont autorisés à accréditer, à Paris, six commis principaux par charge. Ce sont, par conséquent, 420 négociateurs qui interviennent sur le marché pour assurer la facilité des transactions, et, si l'on tient compte des 70 agents de change, on se trouve ainsi en présence de 490 personnes chargées, en fait, de l'exécution des ordres transmis aux agents de change.

Que pèse, dans ces conditions, l'argument tiré de la limitation du nombre des agents? Le marché officiel, quant à l'importance de son personnel, est-il dans une situation d'infériorité par rapport au marché en banque? Au mois de mars 1907, le syndicat des banquiers en valeurs à terme comprenait 105 maisons adhérentes; celui des banquiers au comptant en comptait 150 dont 90 faisant déjà partie du premier syndicat. Ces deux groupements réunissaient par conséquent 165 maisons. La feuille des banquiers en rentes comprenait, d'autre part, 73 adhérents dont 30 seulement ne faisant pas partie des deux autres syndicats. Par conséquent, dans son ensemble, le marché libre se composait de 195 maisons.

On saisit ainsi, au point de vue de leur situation numérique, la différence qui existe entre les deux mar-

chés, et, si l'on veut tenir compte des employés chargés de carnets sur le marché libre, on arrive à ce résultat que le nombre des négociateurs sur ce marché est certainement inférieur à celui du marché officiel. Concluons donc que l'organisation de ce dernier marché, ainsi d'ailleurs que l'expérience le démontre, est suffisamment large pour satisfaire aux besoins du public et de la spéculation. S'il n'en était pas ainsi, les partisans du marché libre n'auraient pas eu à faire tant d'efforts et le cadre du monopole aurait été brisé depuis longtemps par la force même des choses.

Rigueur excessive des règlements.

Les adversaires de l'organisation actuelle argumentent aussi de la rigueur excessive des règlements qui régissent la compagnie des agents de change. Ils visent principalement, à cet égard, les prescriptions relatives à l'admission des valeurs à la cote, l'interdiction pour les agents de faire des affaires personnelles et la défense qui leur est imposée d'avoir des correspondants en France et à l'étranger. Suivant eux, ces prescriptions étroites et surannées constituent encore un obstacle à la concurrence, restreignent l'activité des transactions et gênent sans motifs les arbitrages sur les valeurs internationales.

Nous ne partageons pas cette opinion. La prévoyance du législateur nous paraît avoir, au contraire, posé

des règles nécessaires à tous égards, susceptibles sans doute de différentes modifications, mais dont la suppression pure et simple serait également nuisible à l'intérêt général et au fonctionnement régulier du marché. Nous avons exposé déjà l'importance que présente, pour l'Etat comme pour la sécurité des fortunes privées, l'admission des valeurs à la cote officielle et la publication des cours pratiquées sur le marché. Il serait superflu d'y revenir; et il suffit d'examiner les deux autres prescriptions des règlements, critiquées par les partisans du marché libre.

L'interdiction, pour les agents de change, de faire des opérations pour leur compte personnel, assure leur neutralité. Cette neutralité est-elle susceptible de diminuer la concurrence? Il a été répondu plus haut à cette question et le fonctionnement actuel du marché financier démontre surabondamment que, pour les transactions de la Bourse, la neutralité des intermédiaires est la condition essentielle de la solidité, de l'étendue et de la durée des mouvements qui se produisent sur les valeurs. Il n'est pas douteux que la possibilité, pour les agents de change, de faire des opérations personnelles serait susceptible de porter une grave atteinte à la sincérité des cours et à la loyauté des transactions, que la stabilité du marché s'en ressentirait et que la sécurité de la fortune publique pourrait être mise en péril. Indépendamment des considérations déjà développées à ce sujet, la suppression de la neutralité des intermédiaires

peut être envisagée au point de vue de l'intérêt du public et au regard des relations des intermédiaires entr'eux.

En ce qui concerne le public, l'agent de change, dégagé de toute obligation de rester exclusivement intermédiaire, pourrait, en fait, soit se constituer contrepartie de son client, soit exécuter comme mandataire l'ordre reçu. Dans le premier cas, comment pourrait-il concilier son rôle de courtier, c'est-à-dire de conseil, d'auxiliaire de son client, avec son intérêt personnel ? Si l'on vient dire que celui-ci aura toujours le droit de se faire rendre des comptes, d'exiger la preuve de l'existence d'une contrepartie autre que l'agent lui-même, de faire annuler les opérations et d'agir en répétition des sommes indûment versées, on peut répondre que l'ingéniosité humaine sait découvrir constamment des moyens nouveaux pour céler les pratiques incorrectes et pour rendre le plus souvent illusoires les redditions de compte, suprême ressource des clients auxquels la persistance des soldes débiteurs finit par ouvrir les yeux.

La situation du client sera-t-elle meilleure si son ordre est exécuté sur le marché ? « Il n'est pas » nécessaire de se constituer contrepartie d'un ordre » reçu pour avoir la préoccupation d'un intérêt personnel étranger à celui de son mandant. L'agent peut » spéculer ou être disposé à spéculer à la hausse : » peut-il être simultanément le représentant intéressé

» d'un client qui, au contraire, spéculé à la baisse ? Ce
 » ne sera peut-être pas sur la même valeur que l'un et
 » l'autre voudront faire leurs opérations, mais ce sera
 » fréquemment sur deux valeurs plus ou moins étroite-
 » ment liées entre elles et qu'un même courant entraî-
 » nera dans un sens ou dans l'autre ! Peut-on compter
 » que, dans de telles occasions, le courtier se mettra en
 » devoir de chercher une contrepartie, *au mieux* des
 » intérêts de son mandant comme l'y oblige le contrat
 » de mandat ? Ce serait présumer trop facilement le résul-
 » tat d'une lutte inégale entre l'intérêt et le devoir » ⁽¹⁾.
 On voit ainsi combien, dans tous les cas, la suppression de la neutralité de l'intermédiaire peut être préjudiciable au public.

Au point de vue des relations des intermédiaires entre eux, cette suppression aurait le double inconvénient de diminuer leur solvabilité et d'empêcher tout contrôle utile sur leurs opérations. Il est évident, en effet, que le courtier, figé dans son rôle d'intermédiaire, présente à son co-contractant non seulement sa solvabilité personnelle, mais aussi celle du client au nom duquel il agit, alors que, s'il opère pour son compte personnel, c'est sa solvabilité seule qui assure l'exécution des engagements pris. D'autre part, comment la chambre syndicale de la corporation pourra-t-elle sur-

(1) Lacombe, Le marché financier et les projets de réorganisation, *Revue politique et parlementaire*, novembre 1897, p. 285.

veiller l'importance des opérations faites par un agent pour son propre compte?

S'il les traite sur le marché avec ses confrères, un certain contrôle est encore possible. Mais comment pourra-t-on connaître les opérations faites hors bourse ou celles réalisées sur les places étrangères? Rien ne s'opposera à ce qu'il spéculé ou fasse des arbitrages sur les autres places, de même qu'il pourra à son gré arrêter des affaires en dehors du marché. Sa situation réelle resterait, dans ce cas, inconnue; ses engagements contractés avec ses confrères apparaîtraient normaux et de nature à n'inspirer aucune inquiétude; puis, alors que sa solvabilité apparente ne pourrait donner aucune préoccupation, on apprendrait tout à coup qu'elle a disparu en raison d'engagements ignorés de tous.

Peut-on contester sérieusement, dans ces conditions, les conséquences déplorables qu'entraînerait la suppression de la neutralité des intermédiaires? Elle en aurait, d'ailleurs, de beaucoup plus graves au point de vue de la stabilité du marché, en mettant obstacle à toute solidarité entre eux. On sait que, dans l'état actuel des choses, les agents de change sont solidairement responsables dans les termes du décret du 29 juin 1898. Cette solidarité, qui existait en fait antérieurement, a été consacrée par le décret précité et constitue une précieuse garantie pour le public comme pour l'Etat. Elle assure la stabilité du marché, met obstacle à ce que les crises partielles puissent se généraliser et per-

met en tous cas, si la crise devient trop sérieuse, de surmonter les difficultés momentanées et de parer aux resserrements trop accentués du crédit. Il n'est pas indifférent de remarquer que la valeur des charges, les cautionnements, le fonds commun, etc., représentent une garantie totale dépassant 200 millions, et on peut saisir ainsi l'importance de la solidarité dont bénéficie à l'heure actuelle le marché financier.

Or, cette solidarité disparaîtrait nécessairement avec la suppression de la neutralité des agents de change. On comprend, en effet, qu'elle ne soit compatible qu'avec une corporation fermée, ne comptant qu'un nombre limité d'agents, astreints exclusivement à la fonction d'intermédiaires et jouissant d'une solvabilité pour ainsi dire uniforme. La possibilité, pour les agents, de faire personnellement des opérations de spéculation entraînerait des risques tels qu'aucun d'entre eux ne pourrait accepter d'en supporter, même éventuellement, les conséquences. D'ailleurs, aucun des projets d'organisation nouvelle ne maintient cette solidarité, ce qui démontre suffisamment qu'ils la considèrent comme impossible sous un régime nouveau.

Ainsi donc, diminution de la sincérité des cours et de la loyauté des transactions, difficulté d'exercer un contrôle utile sur la solvabilité individuelle des agents, suppression en tous cas de la solidarité existant entr'eux, telles seraient les principales conséquences qu'entraînerait le droit accordé aux agents de change de

faire des opérations pour leur compte personnel. Aussi, quand les adversaires du monopole se plaignent, pour en contester l'utilité, de la rigueur des règlements et surtout de la neutralité imposée aux agents de change, il est aisé de constater combien l'intérêt général commande d'écarter leurs prétentions.

Il en est de même des griefs relevés par eux en raison de la défense faite aux agents de change d'avoir des correspondants en France et à l'étranger. Cette défense n'est, dans la réalité des choses, que la conséquence de leur neutralité. Les agents de change ne sont pas des *agents d'affaires* ; ils doivent se tenir à l'écart des commissions et des marchandages, s'abstenir de pratiques incompatibles avec leur caractère d'officiers publics, maintenir leur honorabilité intacte et à l'abri de toute atteinte. C'est la raison d'être de l'interdiction qui leur est imposée. Ceux qui la critiquent en méconnaissent l'heureuse influence sur la sincérité des cours et la loyauté des transactions. Il est vrai que, lorsqu'on veut jeter à bas une institution et recueillir ainsi, quelles que soient les ruines qui peuvent en résulter, des avantages ardemment convoités, on n'a pas toujours le choix des moyens ! Mais il faudrait, tout au moins, ne pas vouloir dans tout cela subordonner constamment l'intérêt général à certains intérêts particuliers !

Sans doute, on prétend que l'interdiction d'avoir des correspondants à l'étranger met obstacle aux arbitrages sur les valeurs internationales. « Le marché de Paris,

» dit M. Charousset, est un grand marché international ;
 » il s'y fait des arbitrages sur toutes les grandes valeurs
 » européennes ; les capitalistes français possèdent vingt
 » milliards de valeurs étrangères ; il faut donc qu'il y ait
 » en France un marché en communication constante
 » avec l'étranger et où les peuples qui sont nos débi-
 » teurs puissent facilement faire des achats et des
 » ventes » ⁽¹⁾.

Cela n'est pas douteux. Mais n'en est-il pas ainsi, et la Bourse de Paris n'est-elle pas largement ouverte aux valeurs étrangères ? Où peut-on trouver un marché plus large sur l'Extérieure, par exemple, de même que sur les valeurs Ottomanes et les valeurs Russes ? Quant aux arbitrages, il faudrait s'entendre. Reproche-t-on aux agents de change de ne pas en faire personnellement et de ne pas favoriser ainsi les opérations sur valeurs internationales ? Dans ce cas, c'est encore leur neutralité qui est mise en cause, et les considérations qui précèdent en ont démontré la nécessité. Veut-on dire simplement que l'obligation, pour un spéculateur, de s'adresser à un agent de change pour opérer sur le marché de Paris gêne ses combinaisons ? Ce ne serait pas sérieux ; car, que le monopole existe ou non, ce spéculateur ne devra-t-il pas avoir toujours recours à un courtier, s'il n'est pas courtier lui-même ?

Lorsqu'ils critiquent l'interdiction dont s'agit, les

(1) *Essai sur la réorganisation du marché financier*, p. 63.

partisans du marché libre visent évidemment la neutralité des agents de change. Ils estiment que les arbitrages sur valeurs internationales deviendraient plus nombreux si les agents avaient des correspondants à l'étranger opérant pour leur compte; s'ils pouvaient prendre ferme des titres, sauf à les écouler ensuite sur le marché; s'ils avaient ainsi la liberté de s'intéresser personnellement dans les affaires internationales. C'est là une conception particulière de leur rôle dont les inconvénients ont été déjà signalés et qui est en tous cas exclusive des principes permanents qui doivent rester la base du fonctionnement du marché financier.

Les arbitrages sont utiles assurément, mais à la condition d'être l'œuvre de la spéculation; ils lui permettent de préparer les mouvements sur certaines valeurs, comme aussi d'assurer à l'occasion la réussite d'émissions. Si les agents de change avaient la faculté d'opérer pour leur compte, les spéculateurs se trouveraient, à leur égard, dans une situation d'infériorité manifeste. L'intérêt particulier pourrait prévaloir sur l'intérêt général et dominer l'élément spéculatif du marché. C'est aussi exact en ce qui concerne les arbitrages que pour les transactions habituelles.

Au lieu d'un marché offrant les plus sérieuses garanties, permettant à chacun de spéculer sur un pied d'égalité absolue, doué d'un organisme modérateur tel que la Compagnie des agents de change et susceptible par suite de résister aux crises dans la plus large mesure,

on n'aurait plus qu'un marché sans aucune stabilité, dépourvu des garanties qu'exigent l'intérêt du public comme l'intérêt général, livré d'ailleurs sans réserve à l'omnipotence d'une corporation dont les membres, dégagés de tout frein, verraient leur crédit journellement discuté et leur surface effective subordonnée à l'aléa de spéculations plus ou moins aventureuses. La suppression de la neutralité des intermédiaires aurait vraiment de trop fâcheux résultats pour qu'un pays conscient de ses intérêts consente à se priver des garanties qu'elle assure au marché financier.

Responsabilités trop rigoureuses.

Les responsabilités, individuelles ou collectives, imposées aux agents de change, constitueraient encore, d'après les partisans d'une organisation nouvelle, une cause certaine de pénurie des affaires sur le marché officiel. Les agents de change, disent-ils, enfermés dans une réglementation minutieuse, voient leur activité restreinte et sont obligés de s'abstenir d'opérations susceptibles, avec une réglementation plus libérale, de donner au marché une expansion intéressante.

Ils signalent plus particulièrement à cet égard les prescriptions relatives à l'admission des valeurs à la cote et la solidarité des agents, comme nuisibles à l'extension des affaires. La chambre syndicale, préoccupée de limiter les responsabilités qui peuvent être

encourues, accumule les obstacles autour de la cote et ferme le marché officiel à un grand nombre de valeurs. La suppression du monopole, faisant disparaître ces inconvénients donnerait aux transactions un élan nouveau, ouvrirait le marché à toutes les valeurs sérieuses et, par la facilité donnée aux affaires comme par leur développement, compenserait largement les avantages que peut retirer le public des responsabilités édictées, à cette heure, à la charge des agents de change.

Tels sont en substance les arguments des partisans du marché libre, à ce point de vue. Il serait superflu d'insister longuement pour les réfuter. Leurs critiques visent, en effet, les plus précieuses garanties que puisse avoir le marché financier pour assurer sa sécurité et sa stabilité. Prises dans leur ensemble, les responsabilités, assurément rigoureuses, imposées aux agents de change, ne sont préjudiciables qu'à eux-mêmes. Si quelqu'un en souffre, ce n'est pas le donneur d'ordres ni l'Etat, c'est l'agent de change seul. Mais on reproche à ces responsabilités de rendre les agents de change timides et circonspects, de les éloigner des opérations susceptibles d'entraîner des risques, de mettre ainsi en péril l'activité du marché. Ces critiques sont-elles réellement sincères ?

En ce qui concerne l'activité du marché, les faits répondent nettement. Le développement du marché financier a pris en France une intensité égale à celle des plus grands marchés étrangers, si elle ne leur est pas

supérieure. Les valeurs nationales et les valeurs étrangères s'y négocient avec une facilité et une sécurité incontestables. Et lorsqu'on examine, à la lumière des faits, les arguments des partisans du marché libre, on est bien obligé de constater la contradiction qui existe entre leurs affirmations et la réalité des choses.

Cette contradiction s'explique, il est vrai, par le besoin de relier ensemble leurs différents arguments. Après s'être ingéniés à établir qu'aucune raison d'ordre public ne justifiait la réglementation actuelle et que les attributions des agents de change pouvaient, sans inconvénient, être abandonnées à l'initiative privée, les partisans du marché libre devaient nécessairement en arriver à contester l'utilité des garanties que cette réglementation procure à l'intérêt général comme aux fortunes privées. Pour eux, l'organisation actuelle est plutôt dangereuse que tutélaire, parce que le public se tient d'autant moins sur ses gardes qu'il se fie davantage; la neutralité des agents, le contrôle de la chambre syndicale, la solidarité de la Compagnie, sont autant de chimères; et ils concluent que « toutes ces règles bysantines ne sont que simulacres de précautions et statuts sur le papier; elles entravent les affaires, sans compter par le moindre avantage le tort qu'elles leur causent » ⁽¹⁾.

On vient de voir combien ces prétentions manquent

⁽¹⁾ Boudon, *op. cit.*, p. 343.

de sincérité. Elles procèdent de cette conception particulière et d'ailleurs absolument inexacte que le marché financier n'intéresse que la spéculation. Les partisans du marché libre ignorent les intérêts des capitalistes, de l'épargne, de cette multitude de porteurs de valeurs mobilières, qui sont, nous l'avons démontré, les clients essentiels du marché, d'autant plus essentiels que, sans eux, la spéculation n'aurait plus de raison d'être. Ce sont des considérations sans portée pour les partisans du marché libre, qui leur appliquent volontiers la maxime : *De minimis non curat pretor*.

Il est bien difficile cependant de contester, par exemple, l'utilité de la solidarité imposée aux agents de change par le décret du 29 juin 1898. Cette solidarité ne donne-t-elle pas une sécurité complète aux intérêts que met en œuvre le fonctionnement du marché? N'assure-t-elle pas sa stabilité? Ne constitue-t-elle pas le meilleur moyen de prévenir et en tout cas d'atténuer les crises qui ont une répercussion si fâcheuse sur la fortune publique! Vouloir le contester, c'est vouloir nier l'évidence. Sans doute, cette solidarité est spéciale à l'organisation du marché français. Est-ce à dire que les marchés étrangers n'auraient pas intérêt à l'acclimater chez eux, si c'était possible?

« La dernière crise monétaire, dit M. Manchez, a » déterminé au Stock-Exchange de nombreuses faillites. » Ces faillites ont fait des victimes. Demandez donc à » cette clientèle ruinée si elle ne préférerait pas, sur le

» marché de Londres, un nombre limité de négociateurs
 » solidaires les uns des autres. Prononçons-nous pour
 » la liberté sans doute, mais à la condition que la liberté
 » ne signifie pas abus de spéculation et de crédit. Nous
 » estimons que les théoriciens, défenseurs les plus
 » ardents d'un marché libre, ne seraient pas aujourd'hui
 » les derniers à reconnaître, s'ils se résignaient à quel-
 » que franchise, combien dans la pratique l'organisation
 » actuelle de la Bourse leur donne plus de liberté pour
 » la tractation de leurs affaires, que les différents sys-
 » tèmes basés sur la liberté des transactions, qu'ils ont
 » préconisés » (1).

On ne saurait mieux dire. Considérés dans leur ensemble, tous les arguments des partisans du marché libre reflètent en effet des préoccupations auxquelles l'intérêt général du pays et l'avenir du marché restent étrangers. L'examen de ces arguments a permis de le constater. La réglementation actuelle a sans doute des défauts; mais elle présente des avantages bien supérieurs; car ceux-ci intéressent la fortune générale et le crédit public, alors que ceux-là ne peuvent préjudicier qu'à certains intérêts particuliers. Il est toujours dangereux de se payer de mots, de se laisser entraîner par des considérations plus ou moins spéculatives, de raisonner sur des principes sans se préoccuper de leur application pratique, de vouloir en un mot que, tou-

(1) Manchez, *op. cit.*, p. 38.

jours et partout, la réalité des choses correspond aux conceptions de la théorie; et c'est d'autant plus dangereux lorsqu'il s'agit d'un organisme qui, comme le marché financier, exerce dans la vie économique une action prépondérante.

Toujours est-il que ceux qui critiquent le bon fonctionnement de cet organisme et en signalent les déficiences ont l'obligation, s'ils veulent le soumettre à un régime nouveau, de démontrer, par l'économie de leurs projets, que tous les intérêts en cause y trouveront des avantages certains. L'examen des différents projets d'organisation nouvelle du marché financier va permettre cependant de constater que la substitution d'une réglementation nouvelle à la réglementation actuelle serait aussi préjudiciable au public que nuisible à l'intérêt général du pays.

CHAPITRE III

Les projets d'organisation nouvelle. Leur économie. Leurs inconvénients.

L'examen des différents projets d'organisation nouvelle du marché financier va permettre de préciser les conséquences de leur application, tant au point de vue de la pratique que de l'avenir du marché. Ces projets peuvent être classés en deux catégories : d'une part, ceux, tels les projets de MM. Boudon et Charousset, qui suppriment le monopole en instituant une corporation de courtiers privilégiés, avec ou sans limitation de nombre, et en constituant en outre un corps de *jobbers* destinés à remplir à la Bourse le rôle qu'ont les *jobbers* au Stock-Exchange ; d'autre part, les projets qui, comme ceux de M. Broussois et de MM. Trarieux et Boulanger, substituent à la réglementation actuelle une réglementation nouvelle basée sur le double principe du privilège et de la non-limitation du nombre des agents. Enfin, après avoir fait connaître l'économie de ces projets et leurs inconvénients, il conviendra d'exa-

miner la théorie socialiste : la nationalisation du marché.

Il y a lieu de présenter, d'abord, cette observation générale que tous les projets en question, exception faite du système socialiste, suppriment le monopole et lui substituent le privilège. Sous l'empire de ces divers projets, les agents de change, faisant partie de la corporation qu'ils instituent, auraient seuls le droit de procéder à la négociation des effets publics et valeurs mobilières. Ils n'auraient plus le *monopole* de ces négociations, suivant l'expression employée à tort à cette heure lorsqu'on parle des agents de change, ils auraient simplement le *privilège* de ces négociations. Les seules différences qui existeraient par conséquent entre la Compagnie des agents de change et la corporation de courtiers, qui lui serait substituée, consisteraient en ce que ceux-ci ne seraient pas limités quant au nombre et qu'ils n'auraient pas le droit de présenter leurs successeurs. Sauf, à ces deux points de vue, les avantages dont ils bénéficieraient, en raison de leur privilège, seraient identiquement les mêmes que ceux réservés par la réglementation actuelle aux agents de change.

Nous avons déjà expliqué pourquoi l'innovation résultant de l'accès libre de la profession à toute personne réunissant les conditions exigées pourrait être, le cas échéant, plus apparente que réelle. Ajoutons que, en ce qui concerne le droit pour les agents de change de présenter leurs successeurs, il en serait de même. Si

on voulait le contester, il suffirait de rappeler qu'il en a été ainsi à l'époque déjà lointaine où le droit de présentation n'était pas admis.

Sous le régime de l'an IX, ce droit n'existait plus ; mais jusqu'en 1816, époque où il a été rétabli, les offices étaient néanmoins cédés à prix d'argent. Ce n'était pas le titre que cédaient les agents de change, c'était la clientèle. La jurisprudence validait ces cessions et les chambres syndicales refusaient les certificats de capacité et de moralité, exigés par le gouvernement, aux candidats qui n'avaient pas traité avec le dernier titulaire (1). N'en serait-il pas de même si le droit de présentation était supprimé de nouveau ?

Il n'est pas douteux que l'intérêt corporatif, les relations nées de la confraternité, le désir bien naturel d'instituer un usage dont chacun pourrait bénéficier à son tour, provoqueraient les mêmes errements. De même que le monopole de fait serait substitué au monopole de droit, la vénalité des charges continuerait à être, en fait, une des conditions d'accès dans la corporation. Il s'en suit que l'organisation nouvelle, préconisée par les différents projets mentionnés plus haut, aboutirait simplement, dans la réalité des choses, à augmenter peut-être le nombre des agents de change, mais en tous cas à supprimer les garanties résultant de la réglementation actuelle.

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 136 ; Perriquet, *Offices ministériels*, p. 154 ; Labori, *Rép. du dr. franç.*, v^o Office, n. 2.

a) Les projets de MM. Boudon et Charousset présentent cette différence essentielle que celui-là rejette toute limitation du nombre des agents, alors que celui-ci l'admet. Il est vrai que le système de limitation de M. Charousset paraît assez large pour donner satisfaction à tous les appétits. Ce serait moins une limitation qu'une restriction du nombre des agents. Il voudrait, ce semble, proportionner ce nombre au capital susceptible d'être rémunéré par les courtages, à raison, par exemple, d'un agent par un million de ce capital, des agents nouveaux ne pouvant être admis que si l'augmentation des transactions permettait de les rémunérer.

Malgré l'ingéniosité ainsi déployée par M. Charousset, son système apparaît bien difficile à mettre en pratique. Qu'advviendrait-il, en effet, si les transactions, au lieu de suivre une progression ascendante, ne pouvaient même pas se maintenir à leur niveau actuel ? Faudrait-il diminuer le nombre des agents ? Quand on veut instituer un régime nouveau il faut envisager toutes les éventualités. M. Charousset voudrait compléter cette organisation par la constitution de groupes autonomes, traitant exclusivement des valeurs déterminées, de manière, dit-il, « à » pouvoir jouir dans chacun de ces groupes des avantages résultant d'un nombre relativement peu élevé d'agents ». Les agents de change seraient ainsi spécialisés ; tel serait agent pour les rentes, tel autre pour les valeurs françaises, tel autre enfin pour les valeurs étrangères. M. Charousset maintient pour les agents

l'interdiction de faire des affaires personnelles et institue la solidarité entre les membres de chaque groupe. A cette organisation il ajoute enfin un corps de *jobbers* qui seraient membres de la Bourse et jouiraient de droits et de facilités spéciaux.

Le système de M. Boudon est moins compliqué. Pour lui, deux réformes paraissent urgentes : le recrutement du personnel et l'admission des valeurs à la cote. Il supprime le monopole, institue le privilège et admet à en bénéficier sans limitation de nombre tous ceux qui satisferaient aux conditions de moralité et de solvabilité exigées. « Resteront seuls hors de la corporation, ajoute-t-il, les réformés, ceux que la Chambre syndicale à refusé d'admettre pour solvabilité insuffisante, moralité douteuse, nationalité suspecte, ou quelque autre raison majeure » ⁽¹⁾. Suivant lui, la coulisse se transformerait. Une partie de ses membres se fondrait dans la corporation élargie des agents de change ; l'autre, adoptant le rôle de trafiquant en valeurs, constituerait le noyau d'un corps de *jobbers* français.

M. Boudon estime que c'est le seul moyen de supprimer la coulisse et de moraliser le marché. « Ainsi, dit-il encore, cesseraient la confusion et l'incohérence actuelles. L'agent de change ferait seule fonction d'intermédiaire, le couliissier serait uniquement contrepartiste, au lieu d'être à la fois l'un et l'autre... Et quel progrès moral !

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 376.

» A la place de l'équivoque et de l'insécurité présentes,
» la légalité. Au lieu d'être un élément de désordre et
» de danger, le coulissier deviendrait un des rouages
» réguliers et nécessaires du marché; au lieu de frau-
» der la Compagnie officielle, il en deviendrait le colla-
» borateur obligé; et, de cette coopération incessante, de
» cette connexité étroite d'intérêts naîtrait pour lui une
» prérogative précieuse : le droit d'être membre de la
» Bourse » (1). M. Boudon s'attache ensuite à faire res-
sortir les avantages de son système, dont il s'est borné
d'ailleurs à indiquer le principe général, sans se préoc-
cuper des questions de détail.

Si les projets de M. Boudon et Charousset diffèrent sur la question de la limitation du nombre des agents, ils proposent toutefois, l'un et l'autre, la constitution d'un corps de *jobbers*. Nous n'insisterons pas quant à présent sur la limitation au sujet de laquelle nous aurons à fournir des explications à l'occasion des projets classés dans la deuxième catégorie. Mais il est intéressant d'examiner la proposition relative à la création de *jobbers*. Il s'agirait là d'une innovation puisée dans l'organisation du Stock Exchange. La première objection qu'elle soulève est celle de son adaptation aux habitudes et aux mœurs du marché financier français. Chaque peuple pense et agit suivant son tempérament et il serait probablement difficile de modifier à cet égard

(1) Boudon, *op. cit.*, p. 379.

nos traditions. « On ne change pas, a dit un économiste anglais, S. Bagest, un système qui s'est plié au courant des affaires et qui s'est empreint, pour ainsi dire, de l'esprit du monde commercial, parce que des théoriciens ne l'approuvent pas, ou parce que l'on écrit des ouvrages contre lui ».

Il n'y a rien de plus périlleux, selon nous, que de prendre dans un organisme étranger un élément qui s'y trouve évidemment à sa place et y fonctionne admirablement, pour l'implanter dans un autre pays, où, s'il est placé dans un organisme similaire, il ne peut s'y trouver dans les mêmes conditions de milieu, de tempérament et de traditions. Chaque race a son génie propre; et il en est des institutions économiques ou sociales comme des lois. « Elles doivent être tellement propres au peuple pour lequel elles sont faites, que c'est un très grand hasard si celles d'une nation peuvent venir à une autre » (1).

Il convient donc de faire, au sujet de l'innovation ainsi proposée, des réserves qui s'imposent d'autant plus que les usages des deux marchés sont plus différents. Au Stock Exchange, il n'existe pas de corbeille ni de groupes constitués pour les *brockers*; seuls les *jobbers* ont pris l'habitude de se grouper suivant la nature des valeurs constituant leur spécialité. Le mode de procéder admis pour les négociations ne permettrait pas

(1) Montesquieu, *Esprit des lois*, liv. I, chap. III.

d'ailleurs l'application des usages de la Bourse de Paris où les affaires se traitent à haute voix, soit à la corbeille, soit dans les groupes qui en dépendent. Quel pourrait être alors le rôle des jobbers français ? Comment arriveraient-ils à réaliser des transactions ? Quelle action auraient-ils sur le marché ?

Sans doute les agents de change pourraient, au cours de la bourse, leur arrêter certaines affaires ; mais, en règle générale, ils ne seraient appelés qu'à faire la contrepartie des ordres qui, vers la fin de la séance, n'auraient pu être encore réalisés à la corbeille et dans les groupes. Leur intervention se trouverait ainsi fort limitée. Pour leur donner une importance égale à celle des jobbers anglais, il faudrait modifier nécessairement tous les règlements et tous les usages du marché, supprimer la corbeille et les groupes, supprimer aussi l'obligation de traiter les affaires à haute voix, implanter en un mot toute l'organisation du Stock Exchange sur le marché français. On a vu plus haut les graves raisons qui s'opposaient à cette transformation. Si l'on s'en tient aux apparences, l'innovation proposée peut paraître séduisante ; dans la pratique, elle serait irréalisable, et en tous cas sans intérêt.

Il existe, en outre, entre les marchés de Paris et de Londres, une différence essentielle dont il est indispensable de tenir compte. Le Stock Exchange est un *marché fermé* ; nul ne peut y entrer s'il n'a pas été régulièrement admis. La Bourse de Paris est, au contraire,

ouverte à tout venant; chacun peut y entrer à son gré, y remettre des ordres et en surveiller l'exécution. Les jobbers anglais n'ont pas ainsi d'autres concurrents qu'eux-mêmes; groupés par spécialités, ils peuvent, le cas échéant, s'unir pour défendre leurs intérêts. Il ne pourrait en être ainsi à la Bourse de Paris et on peut se demander quel serait leur sort lorsqu'ils se trouveraient en présence des établissements de crédit.

Ceux-ci seraient, comme les jobbers, des marchands de titres, mais avec cette différence qu'en raison de leur puissance financière, ils auraient la possibilité d'agir sur les cours suivant leurs intérêts. Quels seraient, parmi les coulissiers actuels, ceux qui consentiraient à jouer ce rôle de jobber, ceux qui disposeraient de sommes suffisantes, ceux qui voudraient courir le risque d'une intervention susceptible d'entraîner, dans une crise soigneusement préparée, leur fortune et leur crédit? Les usages et les conditions de milieu sont tellement différents que nous ne pouvons partager les illusions de M. Boudon lorsqu'il déclare que, le commerce des jobbers étant extraordinairement prospère à Londres, il n'y a pas de raison pour qu'il n'en soit pas de même à Paris.

b) Les projets de M. Broussois et de MM. Trarieux et Boulanger sont à peu près identiques. Voici, d'abord, comment M. Broussois expose les bases de son système : « On créerait, dit-il, une corporation dont les membres » seraient en nombre illimité comme à Londres, possé-

» dant le privilège d'opérer seuls les négociations en
» Bourse. Il faudrait, pour faire partie de cette corpo-
» ration, offrir des garanties particulières de solvabilité,
» d'aptitude et de nationalité. Une chambre syndicale,
» élue par cette corporation, aurait, entre autres attri-
» butions, celles de l'admission et de la surveillance de
» ses membres. On poserait en principe la responsabi-
» lité collective et solidaire des agents de change dans
» certains cas nettement déterminés; enfin, on permet-
» trait aux nouveaux intermédiaires de bourse de s'in-
» téresser dans les affaires commerciales, et de faire la
» contrepartie excepté dans les cas où ils seraient man-
» dataires de leurs clients » (1).

M. Broussois développe ensuite les principes fondamentaux de son projet et explique notamment que la constatation des cours doit être confiée à des *coteurs*, fonctionnaires nommés par le gouvernement; que l'admission des valeurs à la cote doit être entourée de garanties sérieuses et qu'on ne doit admettre que « celles qui offriront des chances de succès et repousser » celles qui présenteraient une menace de ruine pour » les actionnaires »; que toute émission d'actions d'une société devrait être précédée de la publication d'un prospectus engageant la responsabilité de ceux qui l'auraient signé (2). Au point de vue de la responsabilité

(1) *Du monopole des agents de change et de sa suppression*, p. 239.

(2) Cette réforme vient d'être réalisée dans notre droit par l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907.

solidaire, la corporation serait assimilée à une caution et seulement pour les opérations au comptant. Enfin, en ce qui concerne le droit, pour l'agent de change, de faire la contrepartie, M. Broussois déclare que cette faculté existe en Allemagne et en Angleterre et qu'il n'y a pas de raison pour qu'elle ne soit pas accordée aux agents de change français.

MM. Trarieux et Boulanger ont déposé au Sénat, le 15 juin 1897, une proposition de loi portant réglementation nouvelle de la fonction d'agent de change. Ce projet, qui a pour base la liberté de la profession de courtier d'effets publics et autres valeurs, les organise en corporation professionnelle avec une chambre syndicale chargée de statuer sur l'admission des membres, d'assurer le fonctionnement du marché, de constater les cours, et exerçant des pouvoirs disciplinaires pour réprimer toute infraction aux règlements. Le projet interdit aux agents de change de s'intéresser dans les affaires traitées par leurs soins à titre de mandataires ; « mais, dit l'exposé des motifs, rien n'empêcherait » l'agent de traiter directement avec une personne et » de lui acheter ou vendre des valeurs. En ce cas, il » n'agit plus comme intermédiaire ». La responsabilité collective et solidaire de tous les membres de la corporation est stipulée pour les opérations au comptant. Le projet indique ensuite qu'il n'existera qu'un marché unique et fait défense d'organiser un marché indépendant. Enfin il prescrit différentes mesures relatives au

rachat des charges actuelles et laisse à un règlement d'administration publique le soin de pourvoir à toutes les mesures nécessaires à l'organisation, à la surveillance et à la police des Bourses.

Les deux projets qui viennent d'être analysés ne présentent que de légères différences. Ils admettent l'un et l'autre la suppression du monopole et l'institution d'une corporation de courtiers privilégiés, sans limitation de nombre, fonctionnant sous le contrôle et la surveillance d'une chambre syndicale armée de pouvoirs disciplinaires, le droit, pour les membres de cette corporation, de faire des affaires pour leur compte personnel et leur responsabilité collective et solidaire pour les opérations au comptant. Le projet de M. Broussois, plus complet à cet égard, indique comment la constatation des cours doit être effectuée et quelles garanties doivent être exigées pour l'admission des valeurs à la cote, alors que la proposition de loi de MM. Trarieux et Boulanger, muette sur ces deux questions, laisse le soin à un règlement d'administration publique d'édicter les prescriptions nécessaires.

Il serait superflu de reprendre la question de la substitution d'un privilège au monopole, principe fondamental de tous les projets d'organisation nouvelle du marché financier. Les considérations longuement développées plus haut suffisent pour faire ressortir que, dans la réalité des choses, il n'y aurait rien de changé à ce point de vue et que, sous un régime nouveau, le

marché fonctionnerait avec un *monopole de fait*. Ce monopole de fait, n'ayant d'autre limite que les intérêts personnels de ceux qui en bénéficieraient, serait assurément plus étroit, plus rigoureux, plus lourd pour le public, qu'un *monopole de droit* strictement réglé par des prescriptions légales. Au point de vue des principes, le privilège est aussi odieux que le monopole; en fait, il est plus préjudiciable à l'intérêt général, parce qu'il n'est institué qu'au profit exclusif de ceux qui en sont nantis.

Toutefois, il ne faut pas perdre de vue que le monopole permet d'imposer à ceux qui le détiennent des obligations et des charges qui, dans la pratique, seraient incompatibles avec le privilège. C'est ce qui explique les lacunes qu'il est permis de signaler dans les différents projets d'organisation nouvelle analysés ci-dessus. Il convient d'en faire apparaître les inconvénients, tant au point de vue de l'avenir du marché que des intérêts multiples et divers que son fonctionnement met nécessairement en jeu.

Tous ces inconvénients procèdent, d'ailleurs, de la question du nombre des agents de change. Suivant que ce nombre est limité ou non, que la limitation est restreinte ou élargie, les principes accessoires sans lesquels le bon fonctionnement du marché financier ne peut être assuré, — constatation des cours, neutralité, solidarité, responsabilités, — peuvent ou non recevoir leur application dans des conditions suffisantes pour donner

toute satisfaction à l'intérêt général comme aux intérêts privés.

c) Le premier inconvénient à signaler est relatif à la sélection des intermédiaires. L'application de ce principe fondamental sera-t-elle possible avec une corporation sans limitation de nombre? Sans doute, les projets dont il vient d'être question prévoient que, pour être admis, tout candidat devra satisfaire à certaines conditions de nationalité, d'âge, de moralité, de solvabilité et de capacité professionnelle. Si l'on veut admettre que la Chambre syndicale ne cherche pas, pour diminuer la concurrence et augmenter les bénéfices revenant aux agents en fonctions, à limiter le nombre des agents et qu'elle ne refuse que ceux réellement incapables ou indignes, la sélection sera-t-elle assurée? En théorie peut-être, mais en fait il est permis d'avoir des doutes.

L'agent de change pourra n'être que le prête-nom de spéculateurs étrangers, bailleurs de fonds dans sa maison, dont il deviendra l'instrument; titulaire de sa fonction, elle se trouvera, dans la réalité des choses, entre les mains de personnes auxquelles l'entrée de la corporation serait légalement interdite. Qui pourrait y mettre obstacle? La chambre syndicale? Mais elle n'en aurait pas le moyen si le titulaire satisfait aux conditions exigées. Le gouvernement? Mais il sera dépouillé du droit que lui confèrent à cet égard la réglementation actuelle et la loi de 1862.

Les agents de change sont soumis, à cette heure, à la nomination du ministre des finances; leurs bailleurs de fonds doivent être Français et sont astreints à différentes obligations. Ces garanties auront disparu et la corporation nouvelle pourra justifier à son tour le grief tant de fois relevé contre la coulisse et dont MM. Trarieux et Boulanger font état pour motiver leur projet de loi, lorsqu'ils lui reprochent d'admettre « parmi ses » membres des étrangers dont la participation à ses » négociations pourrait faire naître, en cas de complications extérieures, de sérieuses inquiétudes ». On ne saurait se dissimuler la gravité de l'éventualité que nous venons de signaler.

Il ne suffit pas, d'ailleurs, qu'à leur entrée en charge les agents de change satisfassent aux conditions exigées; il faut aussi que ces conditions ne subissent, au cours des fonctions, aucune atteinte, sous peine de mettre en péril les intérêts dont elles doivent, en principe, être la sauvegarde. Pour cela, il est nécessaire que l'action disciplinaire de la chambre syndicale puisse s'exercer avec énergie et discrétion. Pourra-t-il en être ainsi avec une corporation ouverte, sans limitation de nombre? Les moyens d'investigation, le pouvoir discrétionnaire, dont dispose à l'heure actuelle la chambre syndicale, seront-ils maintenus? S'ils le sont, pourront-ils s'exercer utilement? Ce qui est possible avec une corporation restreinte deviendrait bien difficile sous un régime nouveau comprenant un nombre illimité de membres.

Les prescriptions rigoureuses de la réglementation actuelle trouvent leur raison d'être dans le monopole. Il ne pourrait en être de même avec des agents « exerçant » une fonction déclarée libre, soumis à toutes les chances » de la concurrence, à toutes les difficultés de la lutte » pour la vie; leur demander de renoncer à leur liberté, » même en des points qui ne constituent aucune atteinte » à la loi ou à la morale, donner à d'autres, à des collègues, à des rivaux, un droit de contrôle sur la manière dont ils gèrent leurs affaires, sur les engagements qu'ils contractent, sur leurs relations avec le » public, c'est chose impossible » ⁽¹⁾. Il convient, en effet, de remarquer que le contrôle de la chambre syndicale, dans l'état présent du marché, ne peut être préjudiciable aux agents de change, en raison de l'interdiction qui leur est imposée de faire des affaires personnelles et d'avoir des correspondants en France et à l'étranger. Il n'en serait plus de même avec une organisation nouvelle.

On invoque sans doute l'exemple du Stock Exchange et on fait observer que la sélection des membres et le contrôle du *Committee for general purposes* s'y pratiquent sans inconvénients, bien que le nombre des membres ne soit pas limité. On oublie toutefois que l'admission des candidats est subordonnée à un parrainage, qui n'existe pas dans les projets analysés plus haut, et

⁽¹⁾ Lacombe, Le marché financier et les projets de réorganisation. *Revue politique et parlementaire*, novembre 1897, p. 284.

qui constitue une garantie effective de leur honorabilité et de leur solvabilité. Pour être admis au Stock Exchange, il faut être présenté par trois membres en faisant partie depuis quatre ans, et chacun d'eux doit s'obliger à payer 300 livres sterling aux créanciers, au cas de défaillance du candidat dans les quatre années de son admission. Il est évident que ces parrains ont un intérêt certain à surveiller la gestion du membre qu'ils ont patronné et le contrôle du comité se trouve ainsi renforcé par cette surveillance particulière et intéressée.

Au surplus, le contrôle du comité, au Stock Exchange, est-il aussi efficace qu'on voudrait le prétendre ? Il est permis d'en douter, si l'on considère les défaillances que la moindre crise y suscite, si l'on se reporte à la dernière crise monétaire déjà signalée plus haut. Aucune comparaison n'est possible d'ailleurs entre les deux marchés, comme nous l'avons démontré. Le précédent invoqué reste sans portée et ne saurait justifier l'institution d'une corporation ouverte sans limitation de nombre, dont les principaux inconvénients, au point de vue de la sélection des intermédiaires et des garanties qu'ils doivent offrir, viennent d'être signalés.

Indépendamment des difficultés que présenterait, dans ces conditions, le contrôle efficace de la chambre syndicale, la constatation authentique des cours deviendrait bien aléatoire. L'importance de cette constatation a été déjà expliquée. A l'heure actuelle, elle se réalise dans des conditions absolues de loyauté et de sincérité,

parce que les négociations se font à haute voix. Ce mode de procédé pourra-t-il être maintenu avec une corporation ouverte qui pourra comprendre cinq cents membres et peut-être mille ou plus encore? C'est peu probable, ainsi que nous l'avons indiqué. Dans ces conditions, la constatation régulière des cours serait subordonnée à la loyauté et à la bonne foi de chaque agent. Et alors, la publicité des transactions, imposée par la loi pour prévenir les marchandages et les connivences, ne garantirait plus la loyauté des transactions livrées à des intermédiaires constamment ballottés entre leur intérêt et leur devoir. Une garantie essentielle pour le public disparaîtrait ainsi, mais ce ne serait pas la seule. La suppression de la neutralité, celle de la solidarité, ne seraient pas moins fâcheuses.

Les projets de M. Broussois et de MM. Trarieux et Boulanger suppriment la neutralité des agents de change en les autorisant à faire des affaires pour leur compte personnel; ceux de MM. Boudon et Charousset la maintiennent, et en cela ils sont moins logiques, ce semble, que les projets précédents. MM. Boudon et Charousset, séduits par l'idée de constituer un corps de jobbers, ont pensé que ces jobbers rempliraient le rôle de spéculateurs et suffiraient pour assurer l'activité du marché. Il est certain qu'en réalité les jobbers ne sont que des spéculateurs privilégiés; mais on a vu plus haut les motifs qui, suivant nous, rendent impossible et en tous cas aléatoire une pareille innovation.

Dans l'état actuel des choses, l'élément spéculatif du marché est formé principalement par la coulisse. Si la coulisse était absorbée dans une corporation nouvelle d'agents de change dont la neutralité serait maintenue par l'interdiction de faire des affaires personnelles, l'élément spéculatif du marché disparaîtrait. Si, au contraire, les agents de change peuvent, sous un régime nouveau, joindre aux fonctions d'intermédiaire la faculté de spéculer pour leur compte, ils n'auraient plus la confiance du public, parce qu'ils ne lui offriraient aucune sécurité.

Nous avons donné à cet égard des explications assez complètes pour qu'il soit superflu d'insister. Il suffit de constater que les projets d'organisation nouvelle du marché financier doivent se placer nécessairement dans cette alternative : ou de supprimer l'élément spéculatif du marché s'ils maintiennent la neutralité des agents de change, — ou de méconnaître l'intérêt du public comme l'intérêt général s'ils la suppriment. Dans les deux cas, le marché financier aurait à en souffrir et sa prospérité resterait bien problématique.

D'autre part, l'organisation d'une corporation d'agents de change, sans limitation de nombre, ne permettrait pas de maintenir entre eux la solidarité imposée par le décret du 29 juin 1898. Les heureux effets de cette solidarité, qui existait antérieurement, en fait, ainsi qu'on l'a constaté en 1882 ⁽¹⁾, ont déjà été exposés. Elle donne

(1) En 1882, au moment de la crise provoquée par l'effondrement de Pons

au public une sécurité absolue et au marché une stabilité que les marchés étrangers ne connaissent pas ⁽¹⁾. Sa suppression serait aussi regrettable au point de vue du progrès économique, que fâcheuse pour la fortune publique. Mais cette solidarité n'est compatible qu'avec un nombre restreint d'agents, présentant les mêmes conditions d'honorabilité et de solvabilité, en un mot la même surface.

Il n'en serait pas ainsi sous le régime nouveau préconisé par les projets en question. C'est d'une telle évidence que ces projets, s'ils veulent prescrire une certaine solidarité entre les agents, la limitent aux opérations au comptant et aux négociations faites en vertu de décisions de justice ou pour comptes de mineurs, interdits, etc. Pourquoi cette distinction? Pourquoi, par exemple, exclure du bénéfice de cette solidarité les

l'Union générale, la Compagnie des agents de change a contracté un emprunt de 80 millions qui lui donna les moyens de maintenir le marché en équilibre. Tous les engagements de ses membres furent remplis. Ce fut l'affirmation très nette de cette solidarité de fait qui, à défaut d'une prescription légale, était dictée par le légitime souci de maintenir la confiance du public et l'honorabilité de la Compagnie.

(¹) La Bourse de Bruxelles a récemment subi les conséquences du défaut de solidarité entre ses membres. Dans le courant du mois de mars dernier, les cours du Rio ont subi des fluctuations considérables et ont accusé, à un certain moment, une baisse de près de 600 francs. A la liquidation de fin mars, quatre agents de change belges ont dû déposer leur bilan et la situation de plusieurs autres se trouverait compromise. Le déficit dépassait, paraît-il, 15 millions. A Londres, la situation n'était pas meilleure et de nombreuses faillites étaient annoncées successivement. Ainsi apparaissent avec une évidence incontestable les avantages de l'organisation du marché français, qui a subi cette crise sans faiblir, grâce à la solidarité des agents de change.

fonds remis en dépôt, et les opérations de reports? Tous les clients sont intéressants au même titre; et une réforme qui doit aboutir à un pareil résultat démontre par cela même combien elle serait nuisible à l'intérêt général.

d) Les inconvénients relatifs à la sélection des agents de change, au contrôle utile de la chambre syndicale, à la constatation régulière des cours, à la neutralité et à la solidarité des intermédiaires, ne sont pas les seuls qui résulteraient d'une organisation nouvelle du marché financier. Il en existe d'autres, parmi lesquels nous nous bornerons à signaler ceux qui ont trait aux reports, à l'éventualité des crises et à l'action des établissements de crédit. Il s'agit là, en effet, d'inconvénients d'ordre général, susceptibles de nuire profondément aux intérêts de l'Etat ou au crédit public et de nature à compromettre l'avenir même du marché.

« Un bon fonctionnement des opérations est la condition première d'un marché financier. C'est grâce à la facilité des reports qu'un mouvement de hausse peut avoir quelque étendue et être durable. Cette facilité ne peut être réalisée que par la confiance du public dans les intermédiaires du marché financier. Cette condition sera toujours en France l'écueil du marché libre » (1). Il est certain en effet qu'avec un marché libre, dont les intermédiaires, sans solidarité

(1) Manchez, *op. cit.*, p. 34.

entr'eux, n'offriraient plus aux capitalistes, au public, que leur solvabilité individuelle, les reports deviendraient plus difficiles et les exigences du capital seraient plus onéreuses. A l'heure actuelle, l'argent est si abondant dans les charges d'agents de change que les ressources de la clientèle peuvent suffire, dans certaines de ces charges, à reporter les positions des acheteurs ; l'intérêt exigé est modéré et les liquidations s'effectuent avec la plus grande facilité. Quel en est le motif ? Uniquement la solidarité des agents de change qui assure aux capitaux ainsi engagés une complète sécurité.

Avec le marché libre, cette sécurité disparaît. En raison de la différence de surface qui existerait forcément entre les membres de ce marché, le public et les banquiers ne pourraient leur faire le même crédit. Les capitaux se resserreraient, et en tous cas seraient plus exigeants, suivant la solvabilité personnelle de l'agent. Le taux des reports ne resterait plus à peu près uniforme comme il l'est à l'heure actuelle ; et ce taux, qui doit être fixé en principe d'après la confiance inspirée par la valeur reportée et la position de place, aurait à tenir compte d'un élément nouveau : la solvabilité respective des intermédiaires. Il n'est pas douteux que cette situation serait fâcheuse à tous égards. Les reports en souffriraient et, la facilité des liquidations pouvant être soumise à l'arbitraire des gros capitalistes et des établissements de crédit, la stabilité du marché serait compromise.

Il convient d'ajouter qu'un marché financier, ainsi que nous l'avons dit, doit être organisé en vue de résister aux crises. En temps normal, quelle que soit son organisation, le marché fonctionne sans provoquer trop de plaintes ; mais si une crise survient, la sécurité du marché est subordonnée à sa réglementation. Celle-ci est-elle insuffisante ? les crises partielles se généralisent et peuvent entraîner une débâcle générale. Si le marché est au contraire sévèrement réglementé, les plus graves bouleversements ne peuvent porter qu'une atteinte passagère à sa stabilité sauvegardée par la solidarité de ses membres.

Il serait superflu d'établir à cet égard une comparaison entre la crise qui s'est produite à la Bourse de Paris en 1882 et le krack des mines d'or en 1895. Indiquons simplement qu'en 1882 le parquet fut en mesure de faire honneur à tous ses engagements, malgré les défaillances de ses clients ; que le marché ne subit pas un instant d'arrêt et que les transactions s'y continuèrent, malgré la crise, avec leur activité accoutumée. La solidarité des agents de change avait arrêté et limité le désastre.

En 1895, il n'en fut pas ainsi ; les coulissiers ne se préoccupèrent que de leur sécurité individuelle ; chacun chercha à se tirer d'affaire sans souci de ceux qui disparaissaient dans la tourmente ; les faillites s'accumulèrent à ce point que les opérations du marché libre furent suspendues et qu'il fallut de longs mois pour

restaurer la confiance et le crédit sans lesquels le fonctionnement d'un marché est nécessairement aléatoire. En 1882, tous les clients furent intégralement soldés ; en 1893, ils ne furent payés qu'en monnaie de dividende, tout au moins en majeure partie.

Qu'advierait-il, en pareilles circonstances, si le marché fonctionnait sous le régime nouveau prévu par les différents projets dont il a été question plus haut ? Les agents de change, organisés en corporation libre, sans limitation de nombre, seraient-ils en mesure de mettre à la disposition de la spéculation les sommes nécessaires pour éviter aux engagements en cours une liquidation désastreuse ? Lorsque le fonctionnement d'un marché repose sur des crédits individuels, dont la valeur peut être d'autant plus discutée que la situation de chaque agent, en raison même de leur droit de faire des opérations personnelles, ne peut être exactement connue, la confiance réciproque fait défaut et, par cela même, aucune solidarité n'étant possible, les agents ne peuvent que se préoccuper de sauvegarder leur situation personnelle.

Sans doute, on veut établir une solidarité entre eux pour les opérations au comptant. En admettant qu'il en soit ainsi, quelle portée pourrait avoir cette solidarité au point de vue de la stabilité du marché ? Les crises, sauf dans les cas où elles résultent des commotions de la vie politique ou nationale, sont le résultat de spéculations exagérées ou le contre-coup de

l'effondrement d'un marché étranger. La solidarité, limitée aux opérations au comptant, ne pourrait avoir aucune influence pour amortir le désastre et sauvegarder le crédit public d'une ruine certaine. Seule, une solidarité complète entre tous les intermédiaires, étendue à toutes les opérations sans distinction, si elle ne peut prévenir les crises financières qui dépendent de faits extérieurs, est susceptible toutefois d'en limiter les effets désastreux. Et il faut bien reconnaître qu'à ce point de vue les projets d'organisation nouvelle méconnaissent l'intérêt du marché financier, et que leur application constituerait une cause certaine de péril.

Du fait d'ailleurs de cette application, l'action des établissements de crédit prendrait sur le marché financier une extension plus considérable, et ils deviendraient sans aucun doute les maîtres du marché de la spéculation. Nous avons déjà signalé les graves dangers que présente la formidable puissance financière dont disposent ces établissements, dangers qui, sous un régime nouveau, atteindraient surtout les intermédiaires. La suppression de la solidarité qui existe entre les agents de change à cette heure, entraînant la méfiance du public, assurerait à ces institutions une suprématie irrésistible. Par les reports hors bourse, qu'il leur serait loisible de développer à leur gré, par la possibilité de raréfier aussi, suivant leurs convenances, les capitaux nécessaires à la spéculation pour la prorogation de ses engagements, par leur intervention directe

sur le marché soit pour leur compte personnel, soit en raison des ordres de leur clientèle, accumulés entre leurs mains, les établissements de crédit dicteraient leurs lois à la spéculation comme aux intermédiaires.

La réglementation actuelle constitue dans une certaine mesure une entrave à leurs agissements, bien qu'elle soit encore insuffisante à cet égard. Le public, qui peut apporter avec sécurité ses capitaux dans les charges d'agents de change, sert de contre-poids à la puissance des bazars financiers et maintient, sur le marché des reports, une certaine liberté à la loi naturelle de l'offre et de la demande. Qu'advviendrait-il sous un régime nouveau ? Le marché financier, asservi aux établissements de crédit ; les intermédiaires brisés, s'ils se refusaient à devenir leurs complices ; et ces établissements, détenteurs de la majeure partie de l'épargne publique, s'imposant en maîtres définitifs et incontestés du marché ; tels seraient les résultats à prévoir. Il est étrange vraiment que cette éventualité, dont la réalisation ne peut faire aucun doute pour les esprits clairvoyants, qui, faisant abstraction de tout intérêt professionnel, envisagent l'avenir avec la seule préoccupation de l'intérêt général, ait pu laisser indifférents les partisans d'une organisation nouvelle du marché financier !

e) Après avoir envisagé ainsi l'économie des projets dont il vient d'être question et signalé les inconvénients et les dangers qui résulteraient de leur application, il convient de dire quelques mots du système socialiste.

« Si d'ailleurs on veut bien se souvenir, dit à cet égard
» M. Viviani, que dans une démocratie surtout les ins-
» titutions garanties par l'Etat doivent avoir leur utilité
» sociale, on trouvera là, à défaut d'une autre source,
» le germe de la solution qui est la nôtre et qui tient en
» un mot : la nationalisation du marché » (1). Et il
ajoute ensuite : « Il faut substituer au monopole le pri-
» vilège de l'Etat; des fonctionnaires publics, par lui
» nommés et appointés, remplaceront les agents de
» change; mais, bien entendu, ils ne se livreront pas
» seulement à la négociation restreinte que l'article 76
» a dévolue aux agents de change. L'effet de cette demi-
» mesure ne se ferait pas attendre. Comme aujourd'hui,
» plus qu'aujourd'hui, la coulisse emplirait le marché
» de son activité débordante et qu'enfièvrerait encore
» l'inertie des fonctionnaires dont l'automatique démar-
» che ne lui serait pas une concurrence. Mieux vaudrait
» l'état actuel des choses que cette installation dans les
» meubles des agents de change de leurs héritiers
» inattendus. Le service public devra être complet;
» sans distinction entre les effets publics, les effets
» actuellement cotés par la chambre syndicale, les
» effets non cotés et qui passent dans des transactions
» obscures aux mains des banquiers de la coulisse; les
» fonctionnaires de la Bourse établiraient une cote uni-
» que ».

(1) *Le marché financier. Revue politique et parlementaire*, 1904.

Il est permis de croire, quand on parcourt le remarquable article ainsi publié par M. Viviani sur le marché financier, quand on lit les discours qu'il a prononcés à la Chambre des députés sur cette question, qu'il n'a pas gardé de bien grandes illusions sur la possibilité de la mise en pratique de la théorie socialiste à cet égard. D'ailleurs l'application de cette théorie aurait-elle une sérieuse raison d'être, si le parti socialiste se trouvait en mesure d'appliquer ses principes dans leur intégrité ? si la propriété individuelle devait disparaître ? si le collectivisme, supprimant toutes les initiatives, tous les intérêts individuels, établissait la confusion définitive des fortunes privées dans la fortune publique ? L'Etat, producteur unique de même qu'il serait seul consommateur, « réconciliant les ennemis d'aujourd'hui dans » une société où l'harmonie des intérêts et l'entente » pour le bonheur remplaceront l'antagonisme des » appétits et la lutte pour la vie », aurait-il réellement l'emploi d'un marché financier ? Qui pourrait, dans cette société idyllique, jouer le rôle de spéculateur ? Qui pourrait avoir des capitaux à placer, alors que le capital serait tout entier entre les mains de l'Etat ?

Sans doute, les socialistes, conscients des difficultés de leur tâche, limitent pour l'instant leurs ambitions à la nationalisation des services privés, comptant préparer ainsi les voies à la réalisation de l'utopie collectiviste, de même que la nationalisation du sol, limitée à l'absorption préalable des grandes propriétés, amènerait

définitivement, suivant eux, la propriété collective, en faisant apparaître ainsi, aux yeux des paysans agréablement surpris, les avantages de la culture unifiée. Mais, si l'on fait abstraction de ces rêveries qui, sous prétexte d'assurer l'émancipation de l'humanité, ne tendent qu'à l'asservir, quelles seraient, au point de vue de son fonctionnement et de son avenir, les conséquences de la nationalisation du marché financier ?

Elles apparaissent avec une évidence telle qu'il serait vraiment superflu d'insister longuement. L'Etat consentirait-il à la spéculation les crédits sans lesquels elle ne saurait exister ? Qui pourrait être juge de leur importance et apprécier la solvabilité des clients et la confiance à leur accorder ? L'Etat fournirait-il les capitaux nécessités par les reports ou, si les errements actuels étaient maintenus, serait-il responsable au regard des reporteurs ? Combien d'autres questions encore pourraient être posées, auxquelles la nationalisation du marché ne pourrait donner une solution acceptable.

D'ailleurs, quel serait le résultat de l'intervention de ces fonctionnaires d'Etat investis de la mission de réaliser les transactions de la Bourse ? Ils n'auraient d'autres aspirations que d'en voir diminuer le nombre et l'importance pour alléger leur travail. Ennemis par principe de toute activité, apportant par cela même dans l'exercice de leurs fonctions l'inertie la plus complète, n'ayant aucun motif de réaliser au mieux les négociations, véritables automates chargés d'enregistrer les

demandes d'achats et de ventes, ces fonctionnaires se désintéresseraient de leur intervention et le marché, transformé ainsi en rouage administratif, serait voué à une disparition inévitable. Aujourd'hui, la responsabilité, les intérêts de l'agent de change, ceux de sa famille sont engagés; s'il dirige mal, il se ruine. Peut-on admettre qu'un fonctionnaire public, dirigeant pour le compte de la société, déploierait autant d'activité et de zèle? Est-ce que la disparition du marché ne serait pas la sanction certaine de son intervention?

La nationalisation du marché aboutirait en réalité à sa suppression. D'abord, une telle mesure aurait pour effet immédiat de faire fuir les capitaux et de ruiner tout le monde du même coup; car la condition nécessaire de la richesse et de l'industrie est la sécurité. Elle équivaudrait à la socialisation du capital, utopie irréalisable, parce que le capital s'évanouirait dès le moment où la confiance qui en fait la force et la valeur aurait disparu. On peut comprendre ainsi combien peu les conceptions économiques du socialisme résisteraient à l'analyse. C'est qu'elles résultent d'observations superficielles, de généralisations excessives; si l'on veut entrer dans la pratique, serrer de près les contours du système, on constate qu'on aboutit nécessairement à la violence, à l'injustice ou à la mort. Et, dans la cité idéale que les socialistes construisent dans la nue, on ne voit pas d'ailleurs quelle pourrait être l'utilité d'un marché financier!

CONCLUSION

Après avoir indiqué la fonction économique des Bourses d'effets publics et autres valeurs, exposé leur action sur la fortune publique et les destinées du pays, démontré que leur réglementation nécessite l'intervention de l'Etat, — intervention reconnue d'ailleurs indispensable par les partisans du marché libre, — nous avons précisé le rôle et l'utilité des différents organes du marché financier et examiné enfin les arguments invoqués pour substituer une organisation nouvelle à l'organisation actuelle de ce marché. Ce serait le moment de conclure, si la conclusion ne se dégagait avec une lumineuse évidence des considérations que nous avons successivement développées.

Substituer un monopole de fait à un monopole de droit; rendre illusoires pour ainsi dire la sélection des

intermédiaires et le contrôle de la Chambre syndicale ; supprimer leur neutralité, condition essentielle de la sincérité des cours et de la loyauté des transactions ; mettre obstacle à la solidarité qui assure la stabilité du marché et constitue la sécurité permanente du crédit public et des fortunes privées ; telles seraient, en effet, les conséquences des projets préconisés par les adversaires du monopole. Aucune hésitation ne saurait être permise à ceux qui, envisageant la question de sang-froid et voulant la solutionner sans parti pris, ne sont guidés que par la légitime préoccupation de sauvegarder l'intérêt général et l'avenir comme la prospérité du marché financier.

La substitution d'une réglementation nouvelle à la réglementation actuelle, avons-nous dit plus haut, ne pourrait être admise que si elle était motivée par les leçons de l'expérience, imposée par une nécessité économique, justifiée par l'intérêt général du pays. Or, à ces différents points de vue, le fonctionnement du marché ne donne-t-il pas toute satisfaction ? A aucun moment, d'ailleurs, la réglementation rigoureuse du parquet n'a été une entrave aux grandes affaires. Le marché français est un des premiers marchés du monde, s'il n'est pas le premier ; il a constamment résisté aux crises les plus graves, alors que tant d'autres ont vu leur stabilité compromise ; jamais il n'a été plus actif qu'à cette heure ; les transactions sur valeurs internationales s'y développent de plus en plus ; et nulle part la spé-

culatlon ne saurait avoir à sa disposition un organisme plus souple et plus étendu.

Si l'on revendique les leçons de l'expérience, les faits répondent et il serait puéril de vouloir en contester la portée. La prospérité du marché, son développement constant, son action indiscutable et d'ailleurs prépondérante dans les transactions internationales, démontrent que son fonctionnement répond aux exigences de la vie économique. L'intérêt général se trouve enfin pleinement sauvegardé par une institution qui, indépendamment des avantages certains qu'elle procure à l'Etat en matière de transferts, assure une complète sécurité à la fortune générale que constituent les fortunes privées.

Le maintien de l'organisation actuelle s'impose, par conséquent, à tous égards; car elle satisfait à ce principe fondamental qu'un marché ne doit pas être organisé en vue des intérêts particuliers des intermédiaires, mais dans un but exclusif d'intérêt général. Or, si l'on fait abstraction des théoriciens qui n'envisagent que le fonctionnement idéal des organismes économiques sans se préoccuper des nécessités de la pratique, il faut bien constater que les adversaires du monopole font passer l'intérêt général au second plan et le subordonnent aux intérêts particuliers, appelés à bénéficier d'une réglementation nouvelle.

Cette considération seule suffirait à dicter nos préférences. D'ailleurs, qui se plaint des obligations étroites

et des responsabilités rigoureuses imposées aux agents de change? Croit-on que, si le public avait vu ses intérêts lésés par la réglementation actuelle, le monopole aurait survécu aux discussions et aux attaques violentes dont il a été l'objet? Ces attaques sont l'œuvre de ceux qui voudraient le détenir à leur tour; et rien ne serait plus périlleux pour l'intérêt général que de permettre la création d'un monopole de fait qui livrerait le public, sans aucun recours, au bon vouloir d'une corporation d'intermédiaires, déchargés de toute obligation et dont l'intérêt personnel serait la seule raison d'être.

Est-ce à dire que tout soit parfait dans l'organisation actuelle du marché financier? Non, assurément. Depuis 1898, de sérieuses améliorations ont été apportées à son fonctionnement. On doit s'en inspirer pour assurer un avenir toujours meilleur. Des besoins nouveaux peuvent se produire nécessitant la modification d'habitudes trop anciennes. La Compagnie des agents de change a le devoir de s'ingénier à leur donner satisfaction. Si elle ne doit ni sacrifier ni affaiblir la sécurité du public, le crédit de la corporation et la stabilité du marché, il ne faut pas, d'autre part, qu'elle reste figée dans d'invariables formules, et que la force des traditions puisse la détourner d'innovations susceptibles de concourir au développement des transactions et, par cela même, à la prospérité du marché. L'évolution est la loi de l'humanité; elle s'impose aux organismes économiques et sociaux comme aux individus. La Compagnie des agents

de change aurait tort de le méconnaître. S'il lui appartient de ne pas compromettre par des mesures imprudentes le merveilleux instrument de progrès économique dont elle a la garde, elle commettrait une faute, dont elle serait la première à subir les conséquences, en opposant aux besoins nouveaux du marché la force d'inertie.

Le maintien de l'organisation actuelle ne se heurte plus, d'ailleurs, à cet argument essentiel aux yeux des partisans du marché libre, qu'il est indispensable de moraliser le marché et de supprimer les courtiers libres ne vivant qu'à l'abri d'une tolérance qui est la violation expresse de la loi ⁽¹⁾. Cet argument n'a plus de raison d'être. A l'heure actuelle, la coulisse n'empiète plus sur le domaine réservé aux agents de change ⁽²⁾. Deux marchés co-existent, ainsi que cela a été indiqué plus haut; chacun d'eux a son domaine propre, bien délimité, sa place faite et légalement faite, le *Parquet* comme la *Coulisse*. Sans doute, les décrets de 1898 ont restreint le champ d'action des coulissiers; mais cette restriction a eu pour résultat de les faire rentrer dans la légalité. Depuis lors, le marché en Banque s'est réorganisé sur des bases plus sérieuses et les mesures prises ont inspiré plus de confiance au public.

(1) Exposé des motifs du projet de loi Trarieux-Boulanger.

(2) Il y a lieu de faire exception pour les Rentes. La Coulisse a conservé son groupe des Rentes, qui continue à être toléré en raison des considérations particulières signalées plus haut.

L'activité de ce marché, un instant compromise, a pris un nouvel essor. Il appartient aux coulissiers de développer leur action dans les limites que la loi et la jurisprudence leur ont fixées, et ils peuvent le faire utilement, pour eux comme pour l'intérêt général, en portant leurs efforts vers les affaires industrielles. Ce qui manque au marché, ce sont les hommes d'affaires. Les coulissiers ont là un rôle à prendre. S'ils deviennent *préparateurs d'affaires*, s'ils y apportent leur intelligence, leur activité, leur sens des besoins du pays et du marché, ils réaliseront des opérations lucratives, et la Compagnie des agents de change, trouvant en eux d'utiles auxiliaires, leur en facilitera assurément la réussite. Si l'horizon a été limité au marché libre en 1898, l'ingéniosité de ses membres peut les aiguiller utilement vers un horizon nouveau et leur permettre encore « les longs espoirs et les vastes pensées ».

Il convient toutefois de reconnaître que le marché en banque se trouve aux prises avec des concurrences regrettables, qui contribuent à accentuer dans une large mesure la pénurie des affaires. Nous voulons parler des maisons de contre parties et des établissements de crédit. Les décrets de 1898 ont privé la coulisse des bénéfices illicites qu'une tolérance séculaire lui permettait de réaliser; les maisons de contreparties et les établissements de crédit lui enlèvent des profits bien plus importants, qui devraient cependant lui revenir de plein droit. Sans doute, les pratiques des maisons de

contreparties, dont nous avons apprécié plus haut le caractère et la moralité, sont également nuisibles aux agents de change. Ceux-ci toutefois peuvent trouver dans différentes prescriptions légales le moyen de défendre leur domaine et de faire respecter leurs droits.

Il n'en est pas ainsi des coulissiers. Le droit commun, qui régit seul le marché en banque, ne les autorise pas, s'ils ne peuvent justifier d'un préjudice personnel et direct, à poursuivre des agissements que la morale réprouve sans doute, mais qui ne relèvent que de l'action personnelle de ceux qui en sont victimes ou de l'action publique que l'autorité judiciaire peut seule mettre en mouvement. C'est à ce point de vue que la nécessité de moraliser le marché se fait réellement sentir. L'inavouable industrie exercée par les officines pratiquant les opérations au tableau, les manœuvres regrettables employées par les maisons de contreparties, les désastres, trop souvent inconnus, qui en sont la conséquence, justifieraient l'action énergique et permanente de l'autorité judiciaire. Et si celle-ci n'est pas suffisamment armée, l'intervention du législateur s'impose avec d'autant plus d'urgence que la fortune publique est plus gravement compromise.

S'il est indispensable de prendre des mesures à cet égard, l'intérêt général non moins que l'avenir du marché exigent la limitation de l'action des établissements de crédit. Nous avons indiqué plus haut comment

et sous quelle forme cette action se produit, et exposé les graves dangers qui en sont la conséquence. Les prescriptions de l'article 76 du Code de commerce et les décrets de 1898 ont pu modérer, dans une certaine mesure, les pratiques nuisibles au marché officiel, en ne permettant plus à ces établissements de faire des applications sur valeurs cotées. Mais il leur est loisible de les continuer pour les valeurs ressortissant au marché en banque. On constate ainsi une lacune qu'il appartient au législateur de combler.

Le marché en banque, dont les opérations sont, à cette heure, parfaitement légales, tant qu'il ne sort pas du domaine qui lui est propre, justifie à cet égard la bienveillance des pouvoirs publics. Ils ne sauraient rester indifférents à son fonctionnement, qui concourt, dans la sphère qui lui est impartie, à sauvegarder l'intérêt général et le crédit public. L'interdiction de faire des applications sur les valeurs du marché en banque, si elle était imposée aux établissements de crédit, constituerait d'ailleurs une précieuse garantie pour les clients de ces établissements et permettrait d'obtenir des cours plus sincères et plus exacts. L'intérêt du marché exige, a-t-on dit, qu'aucun ordre ne soit *appliqué* en dehors du marché officiel. Ce qui est vrai pour celui-ci, l'est aussi pour le marché de la coulisse; et les considérations, développées plus haut pour démontrer les conséquences périlleuses de l'action des établissements de crédit, justifient une mesure qui, en limitant

cette action, serait profitable aux intérêts généraux du pays.

Cela ne saurait suffire d'ailleurs. L'action des établissements de crédit sur le marché financier apparaît surtout dangereuse en matière de reports. Nous l'avons suffisamment démontré et les leçons de l'expérience ont permis de constater le péril qui en résulte. La puissance financière de ces établissements leur permet de dicter leur loi au marché comme aussi de provoquer et, en tous cas, d'accentuer l'effondrement des cours. Un tel état de choses, susceptible de compromettre le crédit public, ne saurait être toléré. L'encaisse formidable des établissements de crédit n'est constitué, dans la réalité des choses, que par les dépôts de leur clientèle. Ils n'ont pas le droit d'exposer ces dépôts aux risques qu'entraînent toujours les opérations de spéculation et ils doivent les maintenir constamment à l'abri de tout aléa. L'escompte de valeurs bancables, les achats de titres au comptant, les prêts sur titres, doivent constituer l'emploi normal de ces dépôts.

Deux mesures s'imposent, selon nous, qui seraient également profitables à l'intérêt général et au marché financier : d'une part, l'interdiction d'affecter les dépôts à des opérations de spéculation ; d'autre part, la défense de consacrer aux reports les fonds provenant de dépôts remboursables à vue. Dans ces conditions, l'intervention personnelle des établissements de crédit serait atténuée et ils n'auraient plus à se prévaloir, pour retirer brus-

quement les crédits ouverts à la spéculation, du souci de faire face aux demandes de leurs déposants.

En résumé, les arguments invoqués par les partisans d'une organisation nouvelle sont contredits par la réalité des faits. La dualité du marché, tant de fois signalée comme un péril pour son avenir, comme une entrave au développement des transactions, apparaît à cette heure plutôt avantageuse. Chaque marché, ayant son champ d'action nettement délimité, n'a plus que la préoccupation, bien légitime d'ailleurs, d'y cueillir une moisson de plus en plus abondante et fructueuse ; le souvenir des querelles passées s'efface dans les esprits apaisés ; et les deux marchés se prêtant, si les circonstances l'exigent, un mutuel appui, peuvent ainsi concourir plus efficacement à la prospérité économique du pays. Pourquoi vouloir faire un saut dans l'inconnu et détruire une organisation qui répond si heureusement, ainsi que le démontre l'expérience faite depuis 1898, à tous les besoins qu'elle a pour mission de satisfaire ? L'intérêt du public comme celui de l'Etat commandent au contraire de la mettre à l'abri de toute atteinte et de l'améliorer, afin d'en obtenir des résultats meilleurs encore.

A cet égard, nous avons indiqué les mesures qui s'imposeraient, selon nous, pour donner au marché plus d'activité et pour écarter certaines éventualités menaçantes et dangereuses. En cela, comme dans tout le cours de ce travail, nous avons agi sans parti-pris,

uniquement préoccupé d'apporter notre modeste contribution à l'étude et à l'amélioration d'un organisme qui constitue un des rouages essentiels de la machine sociale et dont le fonctionnement affecte, au plus haut degré, la fortune et les destinées du pays.

VU : LE PRÉSIDENT DE THÈSE,
PAUL BEAUREGARD.

VU : *Le Doyen*,
CH. LYON-CAEN.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :
Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,
LIARD.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
INTRODUCTION	1
NOTIONS HISTORIQUES	7

PREMIÈRE PARTIE

La question du marché libre.

CHAPITRE PREMIER. — Le rôle économique des Bourses d'effets publics et autres valeurs	23
CHAPITRE II. — Le principe de la liberté du commerce et le marché financier.	48
CHAPITRE III. — L'organisation des marchés étrangers et le principe de la liberté du commerce	70
CHAPITRE IV. — La nécessité de la réglementation du marché finan- cier	109

DEUXIÈME PARTIE

L'organisation actuelle du marché financier et les projets d'organisation nouvelle.

TITRE PREMIER

LES FACTEURS ACTUELS DU MARCHÉ FINANCIER ENVISAGÉS AU POINT DE VUE DE LEURS RAPPORTS ET DU FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ

CHAPITRE PREMIER. — La Compagnie des agents de change. Son ré- gime. Ses droits et ses obligations.	139
CHAPITRE II. — Les courtiers libres. Leur organisation et leur inter- vention sur le marché	163
Pons	20*

CHAPITRE III. — Les Sociétés et Etablissements de crédit. Leur rôle économique et leur action sur le marché	190
---	-----

TITRE II

LES PROJETS D'ORGANISATION NOUVELLE DU MARCHÉ FINANCIER

CHAPITRE PREMIER. — La réglementation actuelle du marché envisagée au point de vue des lois économiques et de l'intérêt général du pays	222
CHAPITRE II. — Les arguments des partisans d'une organisation nouvelle du marché financier	245
CHAPITRE III. — Les projets d'organisation nouvelle. Leur économie. Leurs inconvénients	271
CONCLUSION	301

